

拼多多 (PDD US) 后起之秀

- 新兴的电子商务平台，近年来在创新的社交电商商业模式推动下获得快速增长；4Q19有5.85亿用户，而京东和阿里巴巴用户数量分别为3.62亿和7.11亿；估计2019年的市场份额约为9%
- 通过大量的营销支出对用户忠诚度进行长期投资
- 维持买入评级，目标价为57美元。我们认为公司正受惠于中国中低线城市在线支出的快速增长。

中低线城市的后起之秀。 尽管拼多多是一家新兴的电子商务企业，经营历史相对较短（自2015年开始运营），但近年来在快速增长。我们认为其快速增长是由其创新的社交电商商业模式驱动，该模式为购买者提供了物有所值的产品以及有趣和互动的购物体验。拼多多近年来一直在经历快速的用户增长，其活跃用户在4Q19达到5.85亿，而京东和阿里巴巴分别为3.62亿和7.11亿。自2Q18以来，其用户数量已超过京东，在4Q19其用户数量比阿里巴巴少18%。2019年集团销售总值（GMV）一万亿元人民币，同比增长113%。我们估计其2019年在线市场份额约为9%，而阿里巴巴为63%，京东为20%。

对用户忠诚度的长期投资。 拼多多近年来一直录得核心净亏损，这主要是受销售和营销费用的拖累。2019年拼多多销售和营销费用占销售总值2.7%，高于阿里巴巴的0.7%和京东的1.0%。我们总体上将其视为对用户忠诚度和粘性的一项长期投资，并预期在其业务规模进一步扩大并达到更稳定的阶段时，公司在未来有机会更合理化其销售和营销支出。

与腾讯和国美零售的战略合作伙伴关系。 腾讯是第二大股东，拥有约17%的股份和3.4%的投票权。此外，它还与国美零售建立了战略合作伙伴关系，可以巩固其在家用电器和电子产品中的地位。

维持买入评级。 我们基于DCF估值方法的目标价为57美元。维持买入评级。总体而言，我们认为公司正受惠于中国中低线城市的在线支出快速增长。

财务数据与估值

	2018A	2019A	2020E	2021E
收入（百万元人民币）	13,120	30,142	46,403	75,368
增长（%同比）	652.5	129.7	53.9	62.4
净利润（百万元人民币）	-10,297	-6,968	-6,902	2,481
增长（%同比）	NA	NA	NA	NA
非通用会计准则利润（百万元人民币）	-3,456	-4,266	-3,654	5,872
增长（%同比）	NA	NA	NA	NA
基础每股收益（人民币）	-13.9	-6.0	-5.9	2.1
增长（%同比）	NA	NA	NA	NA
核心每股收益（人民币）	-4.7	-3.7	-3.1	5.1
增长（%同比）	NA	NA	NA	NA
核心市盈率(x)	-74.6	-94.2	-110.5	68.7
市销率(x)	19.6	13.3	8.7	5.4
股东权益平均回报率(%)	-115.5	-32.1	-30.2	10.4
资产平均回报率(%)	-36.5	-11.7	-8.9	2.9

来源：彭博、农银国际证券预测

公司报告

2020年4月27日
 评级：买入
 目标价：57美元

分析员：周秀成
 电话：(852) 2147 8809
 电邮：stevechow@abci.com.hk

股价(美元)	49.57
预测股价回报	15.0%
预测收益率	NA
预测总回报	15.0%
此前评级及目标价	买入/US\$57
此前报告日期(英文版)	2020年4月21日

来源：彭博、农银国际证券预测

主要数据

52周高/低(美元)	53.67/18.46
A类发行股份(百万)	2,580
A类股份市值(百万美元)	31,973
3个月平均每日成交额(百万美元)	335

主要股东(%)

黄峥	88.9%	投票权
腾讯	3.4%	
Banyan Partners	1.7%	

来源：彭博、农银国际证券

股价表现 (%)

	绝对	相对*
1个月	40.3	35.7
3个月	35.5	42.0
6个月	21.4	19.4

*相对于MXCN

来源：彭博、农银国际证券

股价表现(美元)



来源：彭博、农银国际证券



農銀國際

ABC INTERNATIONAL

ABCI SECURITIES COMPANY LIMITED

拼多多(PDD US)
互联网媒体和消费行业
2020年4月27日

内容

迅速崛起的挑战者.....	3
同业比较.....	10
长期投资与短期盈利.....	13
杜邦分析.....	15
行业趋势.....	16
财务分析.....	18
维持买入评级.....	23
风险因素.....	25
免责声明.....	30

迅速崛起的挑战者

拼多多是电子商务领域的新兴参与者。尽管与阿里巴巴和京东等其他主要同行相比，其运营历史相对较短（自2015年开始运营），但拼多多近年来增长迅速，已成为一个迅速崛起的挑战者。

我们认为，拼多多日益流行的原因是其创新的商业模式，为买家提供物超所值的产品和有趣的互动购物体验。我们认为，拼多多对中低线城市的消费者尤其有吸引力，因为与高线城市相比，中低线城市的购买力较低，因此对性价比产品的需求普遍较强。

有趣的互动购物体验

总体而言，其平台结合了物有所值产品和“社交电子商务”体验，这些体验利用社交网络作为获取买家的有效途径。

例如，它的“团购”模式允许用户在通过社交网络与朋友互动的同时探索产品，提供类似于与朋友一起购物的体验。客户可以发起新的团购邀请社交网络上的朋友加入，也可以加入其他人发起的现有团购。总的来说，如果有足够的人加入团购，顾客可以享受更低的价格。

这比传统基于搜索及仅提供类似于单独购物体验的电子商务形式有趣得多。

图表 1：拼多多的业务模式



来源：公司

此外，其平台还提供各种有趣的元素，例如游戏和促销以促进用户互动。例如，它推出了多多果园游戏，用户通过完成购买、登录、邀请朋友等任务赚取“虚拟水”来种植虚拟果树，一旦虚拟果树长大，用户将收到一篮真正的新鲜水果。

与农业的协同作用

该功能还有助于公司的农业支持计划，因为所获得的水果主要来自新疆南部等地区，并有助于支持这些地区的当地经济。

2019年，农产品销售总值达到1,360亿元，同比增长109%，占总销售总值的13.5%。总体而言，它使586,000个农产品商人与2.4亿活跃用户联系在一起，用户以超过70%的回购率购买了农产品。此外，2019年约有1,500种农产品得到超过100,000个团购订单。

图表 2: 多多果园游戏



来源: 拼多多 app

除了提供动态购物体验外，其团购模式还帮助公司更好地了解用户需求，以改进其产品（从消费者到制造商、C2M模式）。例如，公司可以将用户的偏好分享给商家，这样商家就可以相应地微调生产和营销计划。因此，商家可以缩短产品开发周期，提高运营效率。

例如，公司与900多家公司合作开展了C2M计划，并在20个产品类别（包括家用电器等）中创建了2,200个定制产品，累计订单超过1.5亿个。

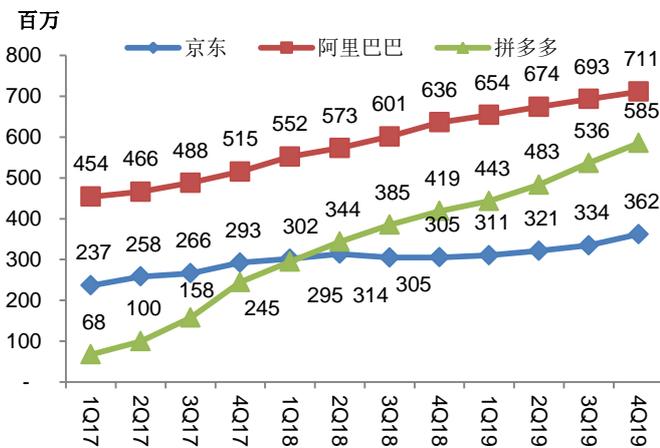
用户快速增长

拼多多近年来发展迅速，其活跃用户在4Q19达到5.85亿，而在1Q17只有6,800万。自2Q18以来，其活跃用户数量已超过京东。

总的来说，拼多多用户的快速增长主要归功于其创新的社交电商模式，尤其是在中国的中低线城市，获得了良好的反应。另一方面，京东在用户获取方面似乎落后，尤其是在中低线城市，我们认为这和它过去一直更注重质量增长策略有关。话虽如此，我们相信其最近推出的社交电商程序“京喜”可能会在未来对拼多多造成更多竞争。

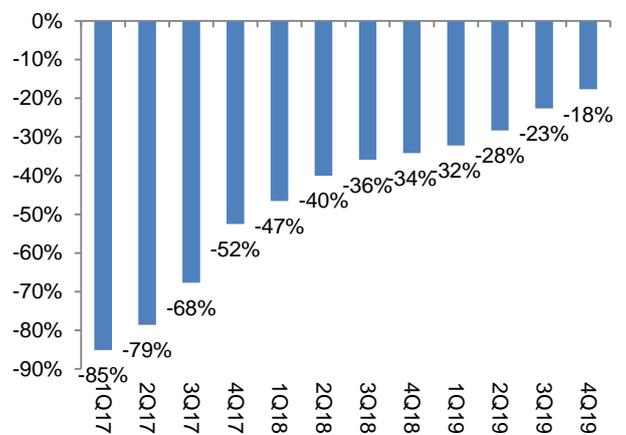
此外，在用户数量方面，拼多多与阿里巴巴的差距也在缩小。在4Q19，其用户数量比阿里巴巴少18%，较1Q17的85%大大缩小。

图表 3: 用户比较



来源: 公司、农银国际证券

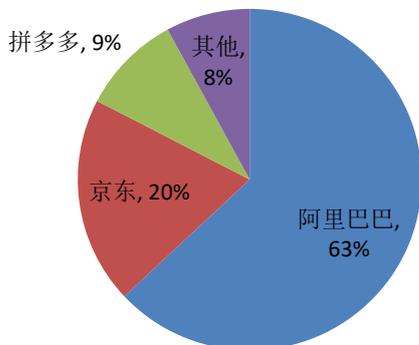
图表 4: 拼多多用户/阿里巴巴用户比较



来源: 公司、农银国际证券

2019年，集团销售总值 (GMV) 约一万亿元人民币，同比增长113%。我们估计其在线市场份额在2019年约为9%，而阿里巴巴为63%，京东为20%。

图表 5: 在线销售市场份额 (2019)



来源: 公司、农银国际证券

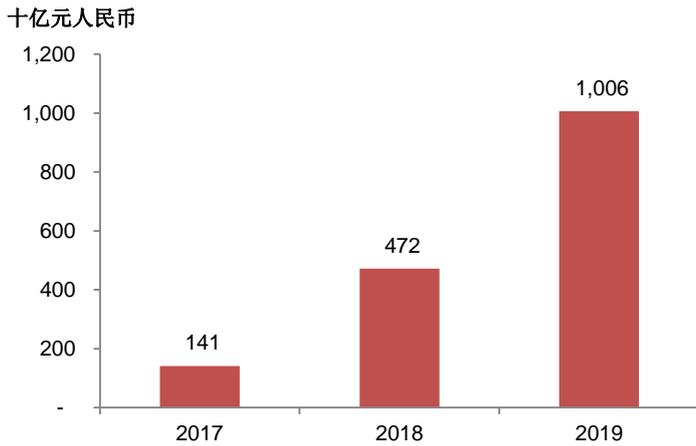


强劲的销售总值增长

拼多多的巨大用户群导致近年来销售总值的强劲增长。总体而言，拼多多的销售总值从2017年的1,410亿元人民币增长至2019年的1.0万亿元人民币，增长了约7.1倍，明显超过了同期行业整体增速。

在产品结构方面，服装和快速消费品约占销售总值的50%，而农产品约占13%。

图表 6: 销售总值

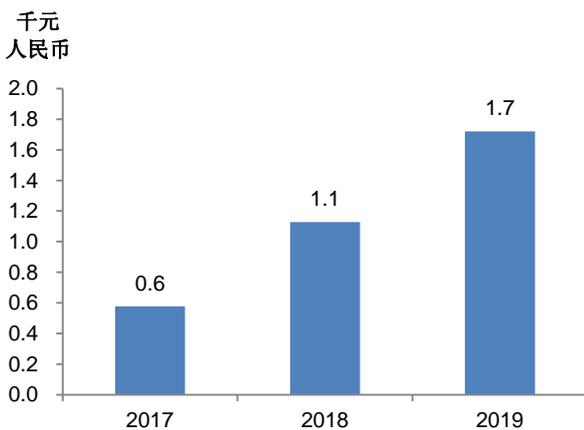


来源: 公司

但用户消费支出较低

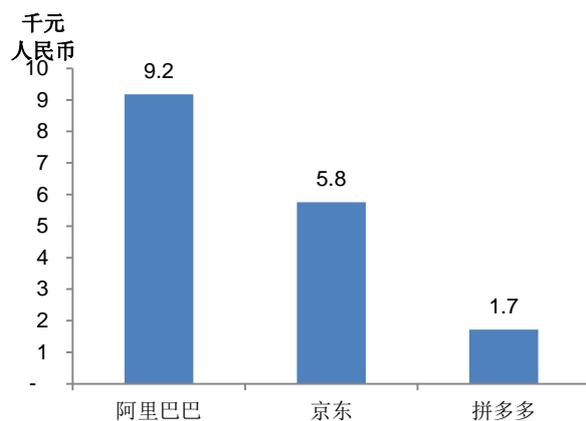
但另一方面，拼多多在用户消费支出方面落后于同行。尽管其每位客户的年度消费支出已从2017年的600元人民币大幅增加至2019年的1,700元人民币，但仍远低于阿里巴巴的9,200元人民币和京东的5,800元人民币。

图表 7: 拼多多每年的用户支出



来源: 公司、农银国际证券

图表 8: 每年用户支出比较 (2019)



来源: 公司、农银国际证券



我们认为，拼多多的客户均消费低于同业，这可能是由于其用户主要集中在中低线城市，而这些城市的消费能力普遍较低。话虽如此，其客户组合正在改善，来自一二线城市的销售总值份额已从2019年1月的37%增加到2019年6月的48%。

此外，虽然其较低的用户支出可能意味着其客户对价格较敏感，忠诚度可能会较低，但我们认为情况正在改善。拼多多的用户年均支出从2007年的约600元人民币快速增长到2019年的约1,700元人民币。

总体而言，鉴于拼多多仅有5年的运营历史，我们相信客户粘性和忠诚度需时发展。

一般来说，在电子商务行业中，每位用户的支出通常会随着用户在该平台上购物的时间而增加。例如，在拼多多使用超过12个月的用户通常每年可以花费几千元人民币，而其一级用户目前每年已经花费超过5,000元人民币。

有效的营销计划

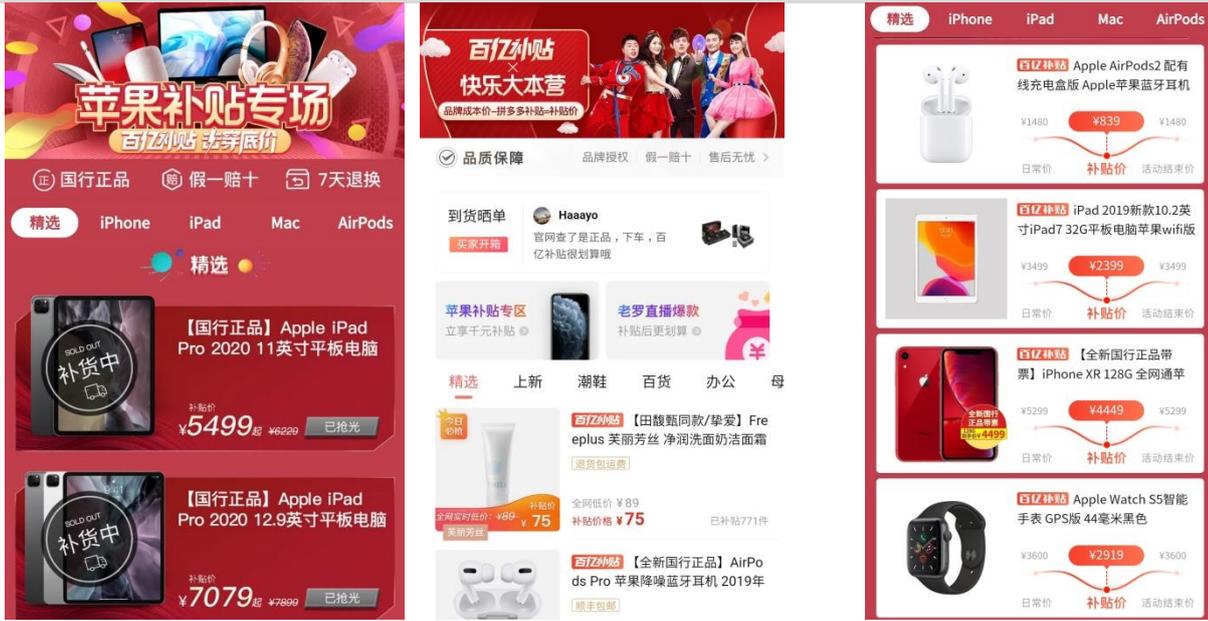
此外，有效的营销活动也有助于增强用户的参与度和忠诚度。例如，公司最近几个月启动了一项100亿元人民币的补贴营销计划，以打折价格出售iPhone，华为手机等各种品牌产品。

在2019年11月的前11天中，它售出了超过40万部最新iPhone。同样，在2019年的光棍节，它在头16分钟内为五菱宏光等新兴的国内品牌售出了1,000多辆汽车，其中大多数买家主要来自三线到五线城市。我们最新的抽样检查显示，其受补贴的iPad产品目前缺货，反映了供不应求的现象。

我们认为，这有助于将消费者对拼多多的看法改观，从打折平台向质量平台方向转移。例如，如果客户能在拼多多上购买iPhone之类的高价产品时在体验及质量方面获得了满足，那么他们自然会有更多的信心去购买拼多多平台上其他产品，从而将他们转变为更忠实的客户。



图表 9: 100 亿元人民币补贴营销计划



来源: 拼多多 app

与腾讯（700 HK）的战略合作

腾讯自2017年以来一直是拼多多的主要股东之一。目前，腾讯是拼多多的第二大股东，目前拥有约17%的股权和3.4%的投票权。

两家公司于2018年2月建立了战略合作伙伴关系，其中腾讯在微信支付中提供了拼多多接入点，从而使拼多多可以利用腾讯庞大的用户流量。此外，两家公司还在许多领域进行合作，包括支付解决方案，云服务和用户参与度，并探索和寻求其他潜在合作机会。

话虽如此，拼多多的大多数用户目前都在使用拼多多的应用程序，这意味着公司成功将其从微信渠道获得的用户转换到自家应用程序上，令用户的粘性和忠诚度提高。

竞争加剧

另一方面，拼多多的社交电子商务业务模式正面临来自其他参与者的激烈竞争。

京东: 京东于2019年9月推出了针对较低城市的社交电商平台京喜。总体而言，京喜的商业模式与拼多多的商业模式相似，通过社交媒体平台和京喜应用程序将消费者和制造商联系起来，从而使消费者能够直接与制造商进行交流，以探索物有所值的产品。

此外，它还与腾讯合作，以微信的一级入口利用腾讯的流量。

与京东的微信流量入口相比，拼多多的流量入口位于“微信支付”子菜单（二级入口）内。另一方面，京喜在微信享有一级入口，与拼多多相比，更接近微信的主入口。我们认为，与拼多多相比，京喜更容易利用腾讯的流量。

总体而言，京东的京喜平台自2019年11月推出以来一直受到好评，目前每日订单超过一百万。

图表 10: 京喜 -将消费者与制造商联系



来源: 公司应用程序、农银国际证券

图表 11: 京喜-团购交易



来源: 公司应用程序、农银国际证券

抖音: 最近，抖音推出了团购功能，允许商家通过短视频销售产品。购物者可以在应用程序中付款，并选择在商店取货或通过第三方交付。我们认为，尽管近几年来，抖音在电子商务领域的经验有限，但仍可能成为电子商务领域的主要竞争对手。

图表 12: 抖音的团购功能



来源: Ebrun.com



同业比较

商业模式比较

总体而言，在线电子商务平台有两种主要的业务模型-自主模式和合作模式。我们认为，对于哪种业务模式更优越，没有正确或错误的答案，因为它们各自具长短处。对于电子商务平台，采用哪种模式更多取决于他们各自的业务策略。

合作模式：阿里巴巴和拼多多运营在线平台，并向商户的销售收取佣金。他们还主要依靠第三方物流公司提供物流。我们认为，这种模式需要较少的固定资产投资和营运资金。此外，由于平台可以利用商户的产品采购能力和物流合作伙伴的物流网络，因此产品和地域扩展也更加容易。另一方面，由于供应链中涉及多方，因此质量控制更加困难，这可能会影响客户忠诚度。

自主模式：京东拥有自己的产品库存和物流网络，是唯一采用自主模式的主要在线电子商务平台。总体而言，这种对产品质量和供应链有更多控制权的商业模式可能会带来更好的质量保证和客户忠诚度。但另一方面，它需要大量的早期投资，这可能会影响公司早期的盈利能力。

图表 13: 合作模式与自主模式比较

	自主模式	合作模式
例子	京东	阿里巴巴，拼多多
商业模式	直销	市场平台
库存	自有库存	第三方商户库存
物流网络	自建物流网络	第三方物流合作伙伴
产品扩展	由于平台需要自行采购新产品，所以较需时	因为平台可以利用商户的产品采购能力，因此更容易
地域扩张	由于需自行建设物流基础设施，所以较需时	因为平台可以利用物流合作伙伴的物流网络，因此通常更容易
质量保证	较容易	由于参与方更多而对外部方的控制较少，因此较困难
利润率	由于较高的固定成本和产品成本，利润率可能较低	因为平台没有库存及固定成本较低，故较容易得到较高的利润率。
营运资金需求	较高	较低

来源: 农银国际证券

下表比较了拼多多与阿里巴巴和京东的商业模式。如上所述，拼多多与阿里巴巴一样，采用没有自有库存的合作模式。它还与第三方物流服务商合作以完成订单。



图表 14: 业务比较

	京东	阿里巴巴	拼多多
直销业务	截至 2018 年底，直销业务从 1.9 万多供货商采购产品	NA	NA
平台业务	截至 2019 年底，平台拥有超过 270,000 商户	截至 2019 年 3 月，淘宝和天猫拥有超过 20 亿产品和服务清单。 截至 2019 年 3 月 31 日，天猫上已有超过 190,000 个品牌和商户，其中 77% 的消费品牌在《福布斯》杂志 2019 年全球最有价值品牌 100 强中排名。	2018 年有 360 万活跃商户 “团队购买”模式允许客户以低价购买产品
全渠道计划	京东到家-线上到线下超市平台 7FRESH- 24/7 新鲜食品超市 SEVEN FUN-北京的生活空间，提供餐饮和休闲选择 JD E-SPACE - 位于重庆的 5 万平方米体验店，提供创新的电子产品和智能产品 与沃尔玛的合作	盒马鲜生 - 以数据和技术驱动的新零售平台 与包括大润发，星巴克，苏宁，银泰，联华超市，红星美凯龙等在内的各种线下零售商建立合作关系	与国美零售建立战略合作伙伴关系
物流网络	自主物流网络-京东物流 截至 2019 年底，京东物流经营 700 多个仓库，建筑面积约 16.9 百万平方米	在 3/19 财年，菜鸟网络的 15 个战略物流合作伙伴在中国 700 多个城市和 31 个省雇用了超过 160 万名配送人员。 这些合作伙伴共同运营着超过 190,000 个枢纽和分货站，并在 3/19 财年交付了 251 亿包裹。	外部物流合作伙伴
金融科技	JD Digit (前 JD Finance)。 将来有可能转换为 JD Digit 的 40% 股权，但要获得监管部门的批准	蚂蚁金服 (33% 股份)	NA

来源: 公司、农银国际证券

生态系统弱于同行

与同行的全渠道计划 (包括盒马鲜生, 京东到家等) 相比, 拼多多在这一领域似乎有所落后。在金融科技领域也发生了类似的情况, 拼多多似乎落后于主要同行。

我们认为, 拼多多的整体运营规模和财务资源仍低于阿里巴巴和京东, 这主要是由于这些新业务的盈利能力普遍较弱, 并且其技术/运营门槛较高。

话虽如此, 拼多多与腾讯的战略合作可以使其利用腾讯的生态系统, 如微信, 微信支付等, 从而减轻与同行相比不够全面的自建生态系统的影响。



農銀國際

ABC INTERNATIONAL

ABCI SECURITIES COMPANY LIMITED

此外，它已于2020年4月通过投资2亿美元的可转换债券与国美零售建立了战略合作伙伴关系。我们认为，尽管家用电器和电子产品的利润率通常低于服装，但它可以巩固拼多多在家用电器和电子产品中的地位。

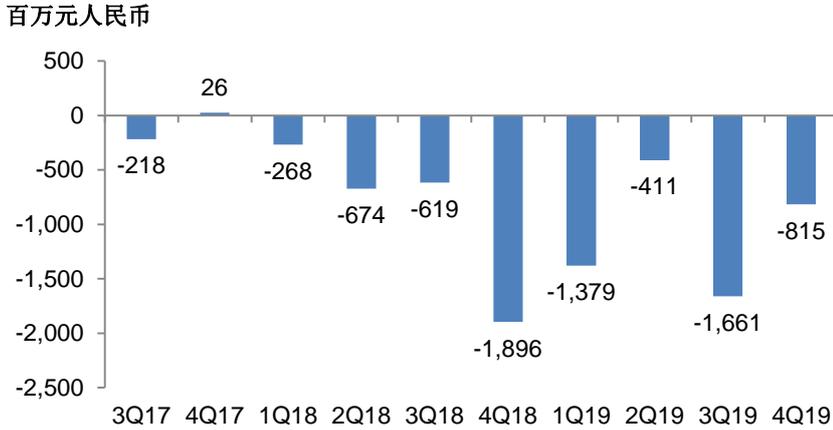
拼多多(PDD US)
互联网媒体和消费行业
2020年4月27日



长期投资与短期盈利

总体而言，拼多多在过去多个季度一直录得持续的核心净亏损，除了4Q17有小幅盈利。此外，公司最近几个季度的盈利都不稳定。例如，净亏损在1Q19和2Q19收窄，但在3Q19再次扩大，随后在4Q19有所收窄。

图表 15: 季度核心净利润



来源: 公司、农银国际证券

与同行之间的成本结构比较显示，拼多多的销售和市场营销支出/收入比率在2019年处于90.2%的极高水平，而阿里巴巴约为10%，京东为3.7%。此外，其销售和市场营销支出/销售总值比率为2.7%，而阿里巴巴为0.7%，京东为1.0%。

我们认为，拼多多正积极投资于各种促销活动以刺激用户参与度。例如，公司于2019年启动了一项100亿元人民币的补贴计划，以刺激用户对平台的参与。

总体而言，由于平台仍处于增长的初期阶段，因此管理层没有按照特定的财务目标来管理市场营销支出。其战略是在早期进行正确的投资，为未来的增长奠定坚实的基础。然而，它仍根据内部指标制定销售和营销支出，该指标包括财务参数和用户的参与度。

从积极的方面来看，公司确实具有内部运营指标来决定如果业务达到一定水平后是否减少销售和营销支出。我们认为，这意味着在其业务规模进一步扩大并达到更稳定的阶段时，公司有可能合理化其销售和营销支出。

图表 16: 销售和市场营销费用比较 (2019)

	阿里巴巴	京东	拼多多
销售和营销费用/收入	10.6%	3.7%	90.2%
销售和营销费用/销售总值	0.7%	1.0%	2.7%

来源: 公司、农银国际证券

*阿里巴巴为FY3/19

总体而言，拼多多的盈利能力明显弱于阿里巴巴和京东，近年来亏损严重。例如，它在2019年录得人民币43亿元的核心净亏损，而同期京东的核心净利润为人民币108亿元，阿里巴巴的核心净利润为人民币1,387亿

元。拼多多的核心净利率在2019年为-14.2%，而京东为1.9%，阿里巴巴为28.4%。

就收入规模而言，尽管拥有庞大的客户群，拼多多在2019年的收入为301亿元人民币，远低于阿里巴巴的4,888亿元人民币和京东的5768亿元人民币。我们认为，这是因为与阿里巴巴和京东相比，其每位客户的支出要低得多。

图表 17: 财务比较 (2019)

	阿里巴巴			京东			拼多多		
	2018	2019	YoY	2018	2019	YoY	2018	2019	YoY
年度活跃用户(百万)(期末)	636	711	11.8%	305	362	18.6%	419	585	39.7%
客户年度支出(人民币)	8,742	9,177	5.0%	5,492	5,761	4.9%	1,126	1,721	52.7%
收入(百万元人民币)	345,278	488,895	41.6%	462,019	576,888	24.9%	13,120	30,142	129.7%
毛利(百万元人民币)	161,455	223,420	38.4%	65,953	84,421	28.0%	10,215	23,803	133.0%
营业利润(百万元人民币)	57,540	93,064	61.7%	-2,619	8,994	NA	-10,799	-8,538	-20.9%
核心净利润(百万元人民币)	93,243	138,740	48.8%	3,460	10,750	211.0%	-3,456	-4,266	23.4%
毛利率	46.8%	45.7%		14.3%	14.6%		77.9%	79.0%	
经营利润率	16.7%	19.0%		-0.6%	1.6%		-82.3%	-28.3%	
核心净利率	27.0%	28.4%		0.7%	1.9%		-26.3%	-14.2%	

来源: 公司、农银国际证券

图表 18: 财务比较 (2018)

	阿里巴巴			京东			拼多多		
	FY3/18	FY3/19	YoY	2017	2018	YoY	2017	2018	YoY
年度活跃用户(百万)(期末)	552	654	18.5%	293	305	4.4%	245	419	71.0%
商品总值(10亿元人民币)	4820	5727	18.6%	1,295	1,677	29.5%	141	472	234.0%
客户年度支出(人民币)	8,732	8,742	0.1%	4,426	5,492	24.1%	576	1,126	95.3%
收入(百万元人民币)	250,266	376,844	50.6%	362,332	462,019	27.5%	1,744	13,120	652.3%
毛利(百万元人民币)	143,222	169,915	18.6%	50,815	65,953	29.8%	1,021	10,215	900.5%
营业利润(百万元人民币)	69,314	57,084	-17.6%	-835	-2,619	213.8%	-596	-10,799	1711.9%
核心净利润(百万元人民币)	85,766	100,731	17.4%	4,968	3,460	-30.4%	-373	-3,456	826.5%
毛利率	57.2%	45.1%		14.0%	14.3%		58.5%	77.9%	
经营利润率	27.7%	15.1%		-0.2%	-0.6%		-34.2%	-82.3%	
核心净利率	34.3%	26.7%		1.4%	0.7%		-21.4%	-26.3%	

来源: 公司、农银国际证券



杜邦分析

我们进行了杜邦分析，以研究三个主要在线电子商务平台（阿里巴巴，京东和拼多多）的资产收益率。

回顾一下，在杜邦模型下：

平均资产收益率（ROA）=核心净利润率（核心净利润/收入）x资产周转率（收入/平均总资产）。

话虽如此，在京东的直销业务模式下，它将直销GMV确认为收入，而阿里巴巴和拼多多在其平台模式下仅将销售佣金确认为收入（仅占GMV的小部分）。因此，我们认为，传统的杜邦公式在这种情况下可能并不完全适用。

为了解决它们的会计处理差异，我们通过在公式中用GMV代替收入来调整杜邦公式。因此，修改后的公式变为：

平均资产收益率（ROA）=（核心净利润/ GMV）x（GMV /平均总资产）

阿里巴巴：阿里巴巴的ROA在主要同业中最高（11.6%）。我们认为，这主要是由于其核心净利润/ GMV比率较高，这可以归因于其不承担库存和物流成本的合作商业模式。另一方面，其GMV与平均总资产之比是三者中最低的。

京东：京东的ROA排名第二（2019年为4.6%）。我们认为，主要的拖累是其核心净利润/ GMV比率低至0.5%，这与其库存和物流成本有关。从积极的角度看，其GMV/平均资产比率高于阿里巴巴，这意味着其更有效地利用资产产生GMV。

拼多多：拼多多仍在亏损，且ROA为负数。其核心净利润率/ GMV比率为负，主要是由于其高昂的营销和销售费用（相当于2019年收入的90%和毛利的114%）。如此高的费用部分是由于对商家促销的支持。我们认为，这种以补贴为导向的价格促销策略已导致GMV/平均总资产的比率很高（2019年为16.9倍），但以整体盈利能力为代价。

图表 19: 杜邦分析 (2019)*

	核心净利润率/ GMV (A)	GMV /平均总资产 (B)	平均资产收益率 (AxB)
阿里巴巴	2.3%	5.0	11.6%
京东	0.5%	8.9	4.6%
拼多多	-0.4%	16.9	-7.2%

*阿里巴巴 = FY3 / 20E

来源: 公司, 农银国际证券



行业趋势

总体而言，经过多年的发展，中国的在线销售增长已趋于稳定。根据国家统计局的数据，2019年实物商品在线销售同比增长19.5%，占2019年零售总额的20.7%。

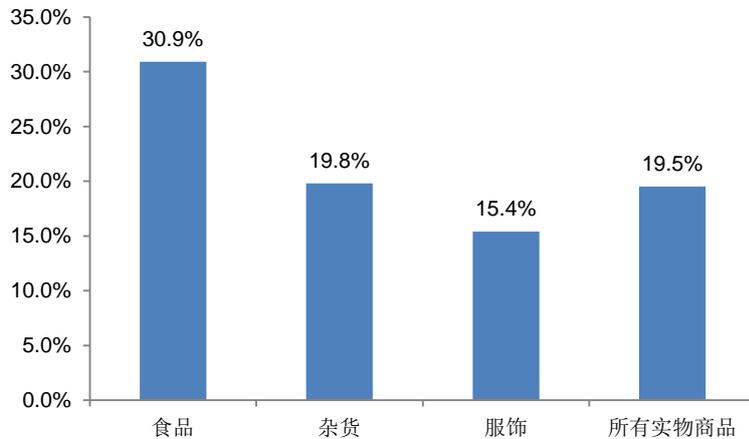
1Q20消费市场受疫情影响明显，其间社会消费品零售总额同比名义下降19.5%，实物商品网上零售额增长5.9%。从积极的角度来看，1Q20同比增长5.9%对比2M20的3.0%增长意味着2020年3月商品网上零售有所改善。

从好的角度看，由于实体店的关闭和交通的干扰，最近的新冠肺炎促使更多的消费者使用在线购物，尤其是用于杂货和食品。我们认为，从长远来看，这种消费者行为的改变可以令在线购物的渗透率上升，从而使整个电子商务行业受益。

近年来，我们看到了电子商务领域的一些新兴趋势，这些趋势使在特定领域具有优势的参与者受益。

食品：根据国家统计局的数据，2019年食品的在线销售同比增长30.9%，高于服装和杂货的15.4%和19.8%。我们认为，这在一定程度上是由于物流供应链（尤其是即日交付和冷链服务）的持续改进所致。在1Q20，食品的在线销售同比增长32.7%。我们认为，这在一定程度上是由于物流供应链（尤其是当日交付和冷链服务）的持续改进所致。

图表 20：中国在线销售额增长 - 按类别（2019年）

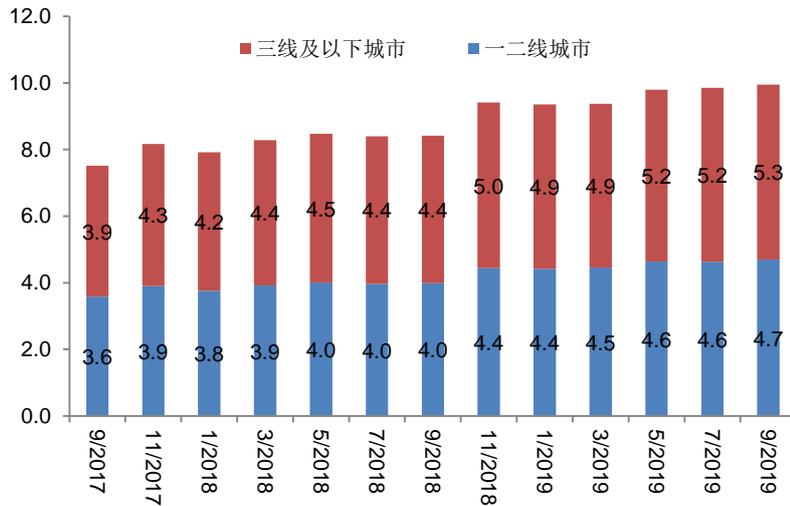


来源：国家统计局、农银国际证券

中低线城市：总体来看，近年来各大电子商务平台都在关注中低线城市的扩张。Questmoible的数据显示，2019年9月，手机购物用户约为10亿，其中约53%的用户来自三线及以下城市。



图表 21: 按城市级别划分的移动购物者数量 (亿)



来源: Questmobile、农银国际证券

社交电子商务: 社交电子商务利用微信等社交网络允许用户与朋友共享产品信息, 已变得越来越流行。消费者在与朋友分享商品, 或通过应用程序上进行持续的团购交易, 都可以享受大幅折扣。

另一个增长趋势是, 越来越多的在线品牌/在线平台与名人或互联网KOL (关键意见领袖) 合作, 提供实况视频或介绍产品的短视频。

例如, 李佳琦, 一位男性关键意见领袖(KOL), 在现场直播节目中销售口红和其他化妆品而闻名, 拥有超过5,000万粉丝。此外, 在最近双11音乐节上, 另一个电子商务KOL薇娅的直播节目获得了超过3,000万的客户观看次数。她在2018年双11期间曾创下超过3亿元人民币的日销售额纪录。



财务分析

在活跃用户数量及其相应消费金额的推动下,我们预计2019-2021E销售总值(GMV)的复合年增长率将达到46%,在2021E达到2.2万亿元人民币。

年度活跃客户:截至2019年底,集团拥有5.85亿年度活跃客户,2019年客户增长为同比40%。展望未来,我们预计公司进一步渗透到低线城市,到2021E用户将达到7.72亿。

客户每年消费:近年来,活跃客户每年消费呈增长趋势,2019年达到1,721元人民币。尽管如此,它仍低于阿里巴巴的9200元人民币和京东的5800元人民币,这意味着还有进一步的增长空间。由于产品和用户体验的不断改善,我们预计2021E年将进一步增长至2788元人民币。

图表 22: 主要假设

	2018	2019	2020E	2021E
活跃用户数量 (百万)	419	585	702	772
销售总值 (十亿人民币)	472	1,007	1,450	2,153
每个活跃客户的年度支出(人民币)	1,127	1,721	2,065	2,788
货币化率*	2.8%	3.0%	3.2%	3.5%

来源: 公司、农银国际证券预测

*收入/销售总值(GMV)

总体而言,我们预计2019-2021E收入将实现58%的复合年增长率,到2021E将达到754亿元人民币,这主要是由于销售总值增长以及货币化率的持续上升所致。我们预计货币化率将由2019年的3.0%上升至2021E的3.5%,主要受对商家提供的增值服务推动。

图表 23: 销售总值展望



来源: 公司、农银国际证券预测

图表 24: 收入展望



来源: 公司、农银国际证券预测

从业务结构来看,在线营销服务收入占2019年收入的89%,而交易服务收入占其余11%。展望未来,鉴于持续的增长,我们预计到2021E在线营销服务收入的份额将增加到91%。



在线营销服务：拼多多为商家提供各种营销服务，允许商家通过网上竞价系统竞购搜索结果中出现的商品列表，以及横幅、链接等。随着拼多多不断创新为商户提供的各种增值服务，我们的总体收入贡献将从2019年的89%增加到2021年的91%。

交易服务：拼多多向商家收取交易相关服务的费用。总体而言，由于业务组合持续转向在线营销服务，其收入份额一直在下降。我们预计到2021年其收入贡献将下降至9%，而2019年为11%。

图表 25: 收入预测 (百万元人民币)

	2018	2019	2020E	2021E
在线营销服务	11,516	26,814	41,762	68,585
交易服务	1,604	3,328	4,640	6,783
总收入	13,120	30,142	46,403	75,368

来源: 公司、农银国际证券预测

展望未来，我们预计利润率改善趋势将继续。

毛利率：毛利率已从2017年的58.5%增至2019年的79.0%，主要由规模经济效应和在线平台效率提高驱动。展望未来，我们预计到2021年它将进一步提高到83.0%。

营销费用：非通用会计准则的销售和营销费用一直是拼多多最大的成本项目，占2019年收入的87.3%。从积极的角度来看，该比例已从2018年的99.4%的峰值下降，这主要由于随着时间的过去，客户变得越来越忠诚，并且随着业务规模的不断扩大，拼多多对商家的讨价还价能力得到了提高。展望未来，我们预计到2021年非通用会计准则的销售和营销费用/收入比率将改善到68.0%。

一般管理费用：由于规模经济的改善，我们预计非通用会计准则一般管理费用/销售比率将由2019年的1.7%提高至2021年的1.0%。

研发费用：2019年非通用会计准则研发费用/销售额比率为9.9%。基于规模经济效应，我们预计该比率将在2020-2021年有所改善，到2021年达到8.0%。



图表 26: 非通用会计准则成本预测 (百万元人民币)

	2018	2019	2020E	2021E
销货成本	-2,902	-6,315	-8,584	-12,813
营销费用	-13,036	-26,313	-38,050	-51,250
一般管理费用	-160	-510	-696	-754
研发费用	-980	-2,984	-4,176	-6,029
总计	-17,078	-36,123	-51,507	-70,846
占销售额比率				
销货成本	-22.1%	-21.0%	-18.5%	-17.0%
营销费用	-99.4%	-87.3%	-82.0%	-68.0%
一般管理费用	-1.2%	-1.7%	-1.5%	-1.0%
研发费用	-7.5%	-9.9%	-9.0%	-8.0%
总计	-130.2%	-119.8%	-111.0%	-94.0%

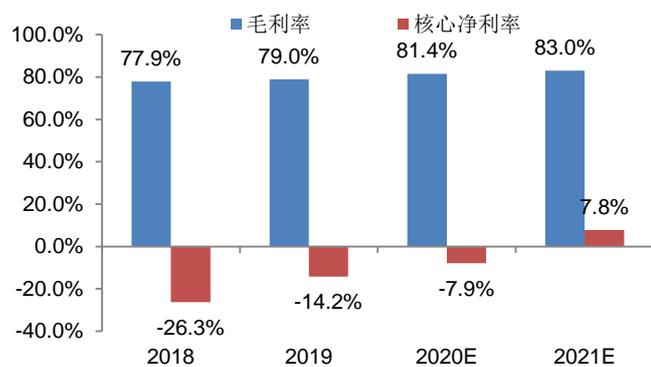
来源: 公司、农银国际证券预测

*不包括股票薪酬及其他非经营性项目的影响

基于毛利率和成本趋势的改善, 我们预计公司到2021年将实现盈亏平衡, 核心净利润为59亿元人民币, 意味着2021年的核心净利率为7.8%。

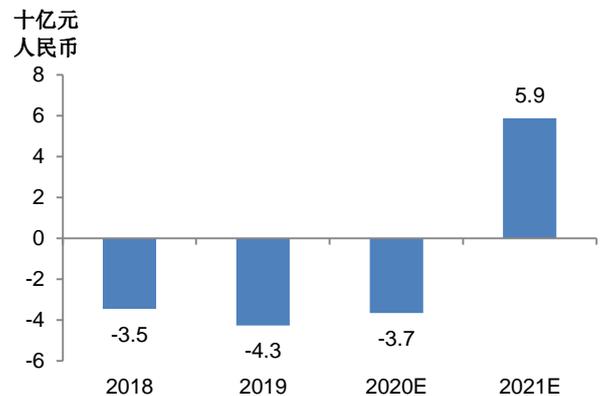
话虽如此, 我们注意到目前的盈利可见度仍然较低, 我们的预测可能会参考将来的季度收益趋势进行修订。

图表 27: 毛利率及核心净利率展望



来源: 公司、农银国际证券预测

图表 28: 核心净利展望



来源: 公司、农银国际证券预测

盈利敏感性分析

在盈利敏感性方面，我们估计核心净利率提高50个基点将使其2021E核心净利润增长7%。

图表 29: 盈利敏感性分析

核心净利润变动(基点)	核心净利润变动(2021E)
50	7%
40	5%
30	3%
20	2%
10	0%
-10	-3%
-20	-5%
-30	-7%
-40	-8%
-50	-10%

来源: 农银国际证券预测

现金流分析

从积极的方面来看，尽管公司持续出现净亏损，但由于公司的商户存款和应付账款的金额随着公司规模的持续增长而增加，令公司最近几年一直实现正经营现金流。

例如，公司在2019年营运资金变动前的经营现金流为负39亿元人民币。但另一方面，营运资金流动产生现金流入187亿元人民币，其中包括应付商户应付账款现金流入126亿元人民币，商户存款现金流入37亿元人民币等。因此，公司经营现金流净额为148亿元人民币。

总体而言，截至2019年底，公司净现金为325亿元人民币。

图表 30: 现金流分析



来源: 公司、农银国际证券



图表31: 季度财务 (百万元人民币)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19
在线营销服务	1,108	2,371	2,974	5,062	3,948	6,467	6,711	9,687
交易服务	277	338	398	592	597	823	803	1,106
总收入	1,385	2,709	3,372	5,654	4,545	7,290	7,514	10,793
成本	-319	-388	-775	-1,424	-873	-1,595	-1,833	-2,037
毛利	1,066	2,321	2,598	4,230	3,672	5,695	5,681	8,755
营销费用	-1,218	-2,971	-3,229	-6,024	-4,889	-6,104	-6,909	-9,273
一般及行政开支	-29	-5,801	-306	-322	-236	-278	-437	-346
研发费用	-73	-186	-332	-525	-667	-804	-1,127	-1,272
营业利润	-253	-6,636	-1,269	-2,641	-2,120	-1,490	-2,792	-2,135
利息收入	50	137	165	233	252	403	415	473
利息支出	0	0	0	0	0	0	-6	-140
外汇收益	-2	4	6	3	-2	45	34	-13
其他	4	2	1	(20)	(7)	40	23	27
应占投资收入	0	0	0	0	0	0	(8)	37
所得税前利润	-201	-6,494	-1,098	-2,424	-1,878	-1,003	-2,335	-1,752
所得税费用	0	0	0	0	0	0	0	0
优先股持有人权益	-81	0	0	0	0	0	0	0
净利润	-282	-6,494	-1,098	-2,424	-1,878	-1,003	-2,335	-1,752
核心净利润*	-268	-673	-619	-1,896	-1,379	-411	-1,661	-815
增长率								
总收入	NA	NA	697%	379%	228%	169%	123%	91%
营业利润	NA	NA	441%	NA	737%	-78%	120%	-19%
净利润	NA	NA	395%	NA	566%	-85%	113%	-28%
核心净利润*	NA	NA	183%	NA	414%	-39%	168%	-57%
利润率								
毛利润率 (%)	77.0%	85.7%	77.0%	74.8%	80.8%	78.1%	75.6%	81.1%
息税前利润率 (%)	-18.3%	-245.0%	-37.6%	-46.7%	-46.6%	-20.4%	-37.2%	-19.8%
净利润率 (%)	-20.4%	-239.7%	-32.6%	-42.9%	-41.3%	-13.8%	-31.1%	-16.2%
核心净利率 (%) *	-19.4%	-24.9%	-18.3%	-33.5%	-30.3%	-5.6%	-22.1%	-7.6%

来源: 公司、农银国际证券

*不包括股票薪酬及其他非经营性项目的影响



维持买入评级

我们维持买入评级，目标价为57美元。

我们的DCF方法基于以下假设：

- 基于2.6%无风险利率（参考中国10年期政府债券收益率），1.1倍贝塔值，8.0%股权风险溢价，8%债务成本和10%债务资本比率。
- 终端增长率为4%
- 2029年EBIT利润率为10%

下表显示了灵敏度分析。

图表32：：DCF 灵敏度分析

	加权平均资本成本 (WACC)					
		10.0%	10.5%	11.0%	11.5%	12.0%
终端增长率	2.0%	55.7	51.9	48.6	45.7	43.0
	3.0%	60.6	56.1	52.1	48.7	45.6
	4.0%	67.2	61.5	56.7	52.5	48.9
	5.0%	76.3	68.9	62.7	57.5	53.1
	6.0%	90.1	79.6	71.2	64.3	58.6

来源：农银国际证券

我们基于DCF的估值范围为每股48.6美元至71.2美元。我们将目标价设定为57美元，约为该范围的中点。

总体而言，我们DCF估值的主要下行风险是公司在未来几年内无法扭亏为盈。详情请参阅风险因素部分。



同业估值分析

拼多多的可比同行是主要的在线电子商务平台，包括阿里巴巴和京东，以及包括Amazon/Ebay/Rakuten/Zalando在内的海外主要电子商务平台。

拼多多目前的2021E市盈率高于阿里巴巴和京东。但是，市盈率可能并不是拼多多的最佳估值指标，因为该公司仍处于盈利能力的早期阶段。因此，我们避免将市盈率用作拼多多的主要估值方法。按市销率计算，拼多多的市销率为2021E 5.8倍，高于阿里巴巴的4.6倍，反映了拼多多的GMV增长较快。

图表33: 同业估值

代码	名称	市值 (当地 货币)	价格 (当地 货币)	市销率			市盈率		
				2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E
香港上市主要电子商务平台									
BABA US Equity	阿里巴巴	548,241	204.4	7.6	5.8	4.6	28.9	24.0	19.6
JD US Equity	京东	66,162	45.1	0.8	0.7	0.6	37.7	37.2	23.5
PDD US Equity	拼多多	57,618	49.6	13.3	8.9	5.8	NA	NA	63.4
				7.2	5.1	3.7	33.3	30.6	35.5
美国上市主要电子商务平台									
AMZN US Equity	AMAZON.COM INC	1,201,555	2,410.2	4.3	3.6	3.0	103.7	59.3	43.4
EBAY US Equity	EBAY INC	31,326	39.4	2.9	3.3	3.1	17.5	14.2	13.2
4755 JP Equity	RAKUTEN INC	1,309,766	913.0	1.0	0.9	0.8	NA	NA	119.8
ZAL GR Equity	ZALANDO SE	10,826	42.8	1.7	1.6	1.3	NA	251.3	78.5
				2.4	2.5	2.3	2.0	60.6	108.3

来源：彭博、农银国际证券预测



风险因素

投资者的合适性

集团近年录得净亏损。除非集团扭转亏损局面，否则从长远来看，当前的业务模式可能无法持续。在这种情况下，我们的预测和DCF估值方法将不再合适。所以，公司可能不适合谨慎的投资者，因为他们倾向于投资于能有可持续盈利的公司。

市场竞争

集团与其他在线电子商务平台竞争，包括阿里巴巴和京东。竞争将涉及佣金率，促销折扣，品牌广告，技术投资等。

电子商务消费放缓

集团业务取决于消费者的支出，因此中国消费的任何显著放缓都会影响财务业绩。从长远来看，我们认为国内市场的增长将与收入的增长趋同，这通常与经济增长保持一致。

没有向普通股股东派息的记录

自上市以来，集团未向普通股股东派发股息。话虽如此，但由于利润率持续增长，在未来几年中其盈利能力继续提高，情况可能会在中表期发生变化。

非通用会计准则利润

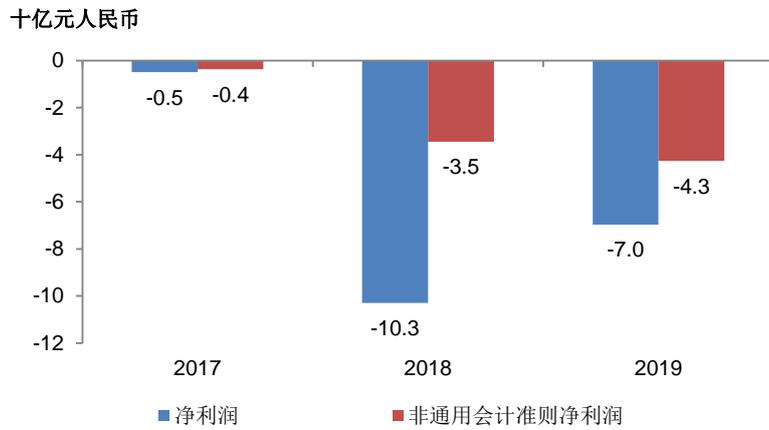
集团已披露非通用会计准则财务指标，例如非通用会计准则净利润，以补充其财务指标。从历史上看，其非通用会计准则净利润与净利润之间存在重大差异，这是由于后者包括了股权激励支出，减值，投资的公允价值变动以及资产处置收益等项目。

在这些项目中，股权激励支出与各种因素有关，包括普通股的价格变动，预期波动率，无风险利率等。公司的股权激励支出在2019年为26亿元人民币。

尽管投资者在进行分析时倾向于将这些非现金性项目排除在外，但我们认为这些非通用会计准则财务指标应仅作为参考。



图表 34: 非通用会计准则净利润与净利润比较



来源: 公司、农银国际证券



综合损益表 (2018A-2021E)

截至 12 月 31 日 (百万人民币)	2018A	2019A	2020E	2021E
总收入	13,120	30,142	46,403	75,368
产品成本	-2,905	-6,339	-8,615	-12,844
毛利	10,215	23,803	37,788	62,524
销售和营销费用	-13,442	-27,174	-39,143	-52,392
一般和管理费用	-6,456	-1,297	-1,695	-1,797
研发费用	-1,116	-3,870	-5,302	-7,205
减值	0	0	0	0
营业利润	-10,799	-8,538	-8,352	1,131
利息收入	585	1,542	1,450	1,350
利息支出	0	-146	0	0
外汇收益	10	63	0	0
其他	-12	83	0	0
应占股权投资利润	0	29	0	0
所得税前利润	-10,217	-6,968	-6,902	2,481
所得税费用	0	0	0	0
所得税后利润	-10,217	-6,968	-6,902	2,481
非控制权益/优先股持有人权益	-81	0	0	0
净利润	-10,297	-6,968	-6,902	2,481
股份补偿	6,841	2,558	3,248	3,392
与可转债摊销有关的利息	0	144	0	0
其他非核心项目	0	0	0	0
非通用会计准则利润	-3,456	-4,266	-3,654	5,872
增长率				
收入 (%)	652.5	129.7	53.9	62.4
毛利 (%)	900.8	133.0	58.8	65.5
经营利润 (%)	NA	NA	NA	NA
净利润 (%)	NA	NA	NA	NA
非通用会计准则利润 (%)	NA	NA	NA	NA
财务比率				
营业利润率 (%)	-82.3	-28.3	-18.0	1.5
净利润率 (%)	-78.5	-23.1	-14.9	3.3
非通用会计准则利润率 (%)	-26.3	-14.2	-7.9	7.8
股东权益平均回报率 ROAE (%)	-115.5	-32.1	-30.2	10.4
资产平均回报率 ROAA (%)	-36.5	-11.7	-8.9	2.9

来源：公司、农银国际证券预测

*自 2020 年 4 月 21 日发布英文版报告后，没有对盈利预测和财务状况预测进行修改



合并资产负债表 (2018A-2021E)

截至 12 月 31 日 (百万人民币)	2018A	2019A	2020E	2021E
固定资产	29	41	91	141
投资	2,579	1,994	1,994	1,994
其他非流动资产	183	1,020	1,045	1,072
非流动资产	2,791	3,056	3,131	3,207
现金	14,160	5,768	10,401	24,792
短期投资和投资证券	16,379	27,578	30,335	33,369
存货	7,631	35,289	29,996	26,996
应收账款	248	1,051	1,104	1,159
其他流动资产	1,973	3,315	3,363	3,413
流动资产	40,391	73,001	75,199	89,728
总资产	43,182	76,057	78,329	92,935
应付账款	670	2,109	2,184	2,263
借款和票据	17,276	29,927	33,639	37,157
商户存款	4,188	7,841	9,481	14,118
借款和票据	0	899	1,399	1,899
其他流动负债	2,225	4,993	4,993	4,993
流动负债	24,359	45,768	51,695	60,429
可换股债券	-	5,207	5,207	5,207
其他非流动负债	-	436	436	436
非流动负债	-	5,642	5,642	5,642
负债总额	24,359	51,410	57,337	66,071
股东应占权益	18,823	24,647	20,993	26,865
非控制性权益	-	-	-	-
权益总额	18,823	24,647	20,993	26,865

来源：公司、农银国际证券预测



合并现金流量表 (2018A-2021E)

截至 12 月 31 日 (百万人民币)	2018A	2019A	2020E	2021E
经营性现金流	7,768	14,821	4,733	14,540
投资现金流	-7,549	-28,320	-600	-650
融资现金流	17,344	15,855	500	500
汇率影响	547	450	-	-
净现金流量	18,111	2,806	4,633	14,390

来源：公司、农银国际证券预测



权益披露

分析员,周秀成,作为本研究报告全部或部分撰写人,作为本研究报告全部或部分撰写人,谨此证明有关就研究报告中提及的所有公司及/或该公司所发行的证券所做出的观点,均属分析员之个人意见。分析员亦在此证明,就研究报告内所做出的推荐或个人观点,分析员并无直接或间接地收取任何补偿。此外,分析员及分析员之关联人士并没有持有研究报告内所推介股份的任何权益,并且没有担任研究报告内曾提及的上市法团的高级工作人员。

权益披露

农银国际证券有限公司及/或与其附属公司,曾在过去 12 个月内,与本报告提及的公司有投资银行业务关系。

股票评级的定义

评分	定义
买入	股票投资回报 \geq 市场回报(10%)
持有	市场回报(-10%) \leq 股票投资回报 < 市场回报(+10%)
卖出	股票投资回报 < 市场回报(-10%)

注: 股票收益率=未来 12 个月股票价格预期百分比变化+总股息收益率

市场回报率=自 2008 年以来的平均市场回报率(恒指总回报指数于 2008-19 年间的年复合增长率为 10%)

目标价的时间范围: 12 个月

股票评级可能与所述框架有所偏离,原因包括但不限于: 公司治理、市值、相对于相应基准指数的历史价格波动率、相对于股票市值的平均每日成交量、公司于相应行业的竞争优势等。

免责声明

该报告只为客户使用,并只在适用法律允许的情况下分发。本研究报告并不牵涉具体使用者的投资目标,财务状况和特殊要求。该等信息不得被视为购买或出售所述证券的要约或要约邀请。我等并不保证该等信息的全部或部分可靠,准确,完整。该报告不应代替投资人自己的投资判断。文中分析建立于大量的假设基础上,我等并不承诺通知阁下该报告中的任何信息或观点的变动,以及由于使用不同的假设和标准,造成的与其它分析机构的意见相反或不一致。分析员(们)负责报告的准备,为市场信息采集、整合或诠释,或会与交易、销售和其它机构人员接触。农银国际证券有限公司不负责文中信息的更新。农银国际证券有限公司对某一或某些公司内部部门的信息进行控制,阻止内部流动或者进入其它部门及附属机构。负责此研究报告的分析员的薪酬完全由研究部或高层管理者(不包括投资银行)决定。分析员薪酬不取决于投行的收入,但或会与农银国际证券有限公司的整体收入(包括投行和销售部)有关。报告中所述证券未必适合在其它司法管辖区销售或某些投资人。文中所述的投资价格和价值、收益可能会有波动,历史表现不是未来表现的必然指示。外币汇率可能对所述证券的价格、价值或收益产生负面影响。如需投资建议、交易执行或其它咨询,请您联系当地销售代表。农银国际证券有限公司或任何其附属机构、总监、员工和代理,都不为阁下因依赖该等信息所遭受的任何损失而承担责任。进一步的信息可应要求而提供。

版权所有 2020 年农银国际证券有限公司

该材料的任何部分未经农银国际证券有限公司的书面许可不得复印、影印、复制或以任何其他形式分发;

办公地址:香港中环干诺道中 50 号中国农业银行大厦 10 楼农银国际证券有限公司
电话:(852)21478863