

拼多多半年报点评：GMV 及营收持续向好，股权激励及广告支出拖累净利润

事件

美国时间 2018 年 8 月 30 日，拼多多披露半年报。报告期内，拼多多实现营收 40.94 亿元，同比增长逾 27 倍，净亏损 66.95 亿元，亏损幅度较去年同期扩大约 67 倍。其中，二季度公司实现营收 27.09 亿元，同比增长约 25 倍，环比增长约 95.65%，净亏损 64.94 亿元，环比增长逾 31 倍。

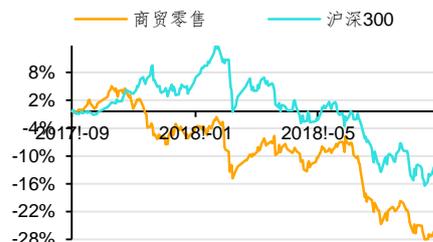
投资要点

◆ **营业收入端，公司 GMV 及营业收入保持良好增长态势：**用户方面，拼多多近十二月活跃用户较一季度环比增长 16.51% 至约 3.44 亿人，月均活跃用户环比增长 17.33% 至约 1.95 亿人，拼多多平台受到部分消费者欢迎，其平台活跃用户仍然处于高速增长时段，若将上述季度环比转化为年度同比，则上述两增速均超 80%。**客均 GMV 方面**，拼多多正处于快速增长时期，平台正在培养用户在拼多多平台消费的习惯，平台客均 GMV 仍然保持较高增速，截止 2018 年二季度的近十二月客均 GMV 较截止一季度环比增长了 13.19%。用户与客均 GMV 的较快增长，推动平台 GMV 的较快提升。拼多多截止 2018 年二季度的近十二月 GMV 已达 2621 亿元，环比增速达 31.91%，转为年度同比增速仍然逾 2 倍，拼多多平台商品交易额仍然处于快速扩张时期。

◆ **净利润端，股权激励及广告支出拖累净利润：**上半年，公司销售费用为 41.88 亿元，其中一二季度分别为 12.17 亿元与 29.71 亿元，二季度广告营销力度继续加强；公司管理费用为 58.29 亿元，其中，一二季度分别为 0.29 亿元与 58.01 亿元，二季度股权激励使管理费用明显提升；公司研发费用也在二季度有所加大，一二季度研发费用投入分别为 0.73 亿元拟于 1.86 亿元。最终公司上半年归属原始股东的净亏损为 64.94 亿元，净利率约为 -163.5%，股权激励及广告费用明显拖累净利润。。而若是按照 Non-GAAP 的方法计算，二季度公司归属原始股东的亏损为 6.73 亿元，较一季度的亏损 2.01 元明显扩大，二季度广告投入仍然导致拼多多亏损幅度增大。

◆ **货币化率较一季度明显提升，未来营业收入有望增加：**由于公司并未披露 2018Q2 单季度 GMV，我们只能通过近十二月数据进行估算。按照公司公告的数据，我们测算，2018 年二季度 GMV 至少为 800 亿元，至多为 870 亿元。而二季度 GMV 800 亿元、825 亿元、850 亿元、875 亿元所对应的货币化率分别为 3.39%、3.28%、3.19%、3.10%。由于 2016 年 2 月拼多多单月成交额破 1000 万，12 月拼多多月 GMV 超 20 亿，若假设 2016 年二至四季度，拼多多 GMV 月度环比增速相同，则 2016 年二季度拼多多 GMV 约 1.61 亿元，则 2018 年二季度拼多多 GMV 约为 811 亿元，对应拼多多二季度货币化率为 3.34%，较一季度的货币化率 2.09% 有较大提升。平台的货币化率最终会转嫁到消费者，但只要拼多多的流量政策不发生大的变化，货币化率提升 1% 直接使平台商品价格提升 1%，对拼多多商品的性价比并没

投资评级

领先大市-B 维持
一年行业表现


资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-2.75	-9.95	-13.72
绝对收益	-3.83	-21.52	-26.67

分析师

王冯

 SAC 执业证书编号：S0910516120001
 wangfeng@huajinsec.cn
 021-20377089

报告联系人

吴雨舟

 wuyuzhou@huajinsec.cn
 021-20377061

相关报告

 商贸零售：拼多多 8 天内下架 430 万件商品，打假符合长期发展方向，或提升运营成本
 2018-08-23

 商贸零售：备受争议的电商行业鲶鱼：拼多多
 2018-08-17

 商贸零售：既然时光留不住，何不美颜逆青春
 2018-08-13

有消费者能够直接察觉的变化,或对消费者影响有限。拼多多货币化率快速提升,若未来其货币化率能够保持二季度估计的水平,公司未来营收有望增加,盈利能力或将改善。

- ◆ **活跃用户获取成本快速提升,仍需关注未来用户增量:** 2018 年以来,公司活跃用户获取成本快速提升,从 2017 年的约 10 元提升至 48 元。而随着 2018 年二季度公司广告营销的投入加剧,公司单季度用户获取成本已提升至 103 元,较一季度环比增长逾一倍。公司活跃用户获取成本的快速提升,或许与公司广告投放滞后于广告支出,未来一段时间有望带来新增流量有关。公司选择以大量的广告投放换取活跃消费者,而平台客均 GMV 仍然较低,未来仍需观察广告带来的用户增量效果。
- ◆ **独占用户为拼多多竞争力奠定基础:** 伴随着电商流量下沉,拼多多实现了用户量与 GMV 的快速增长,并通过微信的社交裂变,获取了一部分之前未体验网络购物的消费人群,并以此独占用户形成拼多多平台的竞争力。据 QuestMobile, 2018 年 3 月,拼多多 APP 的独占用户比例大约为用户量的 40%。同时拼多多 APP 与手机淘宝重合用户约 6263.7 万人,与京东重合用户为 4524.9 万人,三个平台的手机 APP 共同的重合用户约 2218.2 万人。
- ◆ **拼多多的快速增长或引发电商巨头的激烈竞争,目前估值较为合理:** 拼多多在微信流量的支持下取得较快的用户数、GMV 增长,并与淘宝、京东走差异化路线,抢占农村与低线城市市场。如果公司能解决广告费率以及货币化率的平衡,有望实现盈利,则其商业模式可持续。从整体市场格局看,短期来自竞争对手对标产品的压力或有限,但随着拼多多市场份额可预期的进一步提升,挤压阿里京东低价区份额,或引起综合电商平台的激烈竞争。假设拼多多延续较快增长,如 2018 年全年实现 4200 亿元 GMV,按历史货币化率推测可形成近 88 亿元营收。按照 P/GMV 计算,并就货币化率进行下折,拼多多股价约为 22.13 美元/ADR,若根据 P/S 计算,并就增速予以 20%的溢价,拼多多股价约为 17.58 美元/ADR,目前估值较为合理。
- ◆ **风险提示:** 1. 公司尚未盈利,未来商业模式可能发生变化,转型存在风险; 2. 目前客均收入仍然较低,提升货币化率或降低平台商品性价比; 3. 长期发展挑战现有市场格局,阿里京东或越发重视拼多多,或加剧电商竞争; 4. 电商法正式发布,或进一步提升打假等合规成本; 5. 面临美国集体诉讼,或对市值等产生不良影响。

内容目录

一、GMV 及营收持续向好，股权激励及广告支出拖累净利润	4
(一) 营业收入端，公司 GMV 及营业收入保持良好增长态势。	4
(二) 净利润端，股权激励及广告支出拖累净利润	5
二、货币化率较快上行或提升营收，广告营销投入效果仍有待观察	6
(一) 货币化率较一季度明显提升，未来营业收入有望增加	6
(二) 活跃用户获取成本快速提升，仍需关注未来用户增量	7
三、独占用户为拼多多竞争力奠定基础	7
四、拼多多的快速增长或引发激烈竞争，目前股价较为合理	8
五、风险提示	8

图表目录

图 1：拼多多营业收入及其增长	4
图 2：拼多多归母净利润及其增长	4
图 3：拼多多近十二月活跃用户数量	5
图 4：拼多多月均活跃用户数量	5
图 5：拼多多近十二月客均 GMV	5
图 6：拼多多近十二月 GMV	5
图 7：拼多多毛利率情况	6
图 8：拼多多净利率情况	6
图 9：拼多多货币化率估计	7
图 10：拼多多销售与营销费用及其增速	7
图 11：拼多多单季度活跃用户获取成本估计	7
图 12：2018 年三月拼多多 APP 与主要综合电商用户重合示意图	8

一、GMV 及营收持续向好，股权激励及广告支出拖累净利润

美国时间 2018 年 8 月 30 日，拼多多披露半年报。报告期内，拼多多实现营收 40.94 亿元，同比增长逾 27 倍，净亏损 66.95 亿元，亏损幅度较去年同期扩大约 67 倍。其中，二季度公司实现营收 27.09 亿元，同比增长约 25 倍，环比增长约 95.65%，净亏损 64.94 亿元，环比增长逾 31 倍。

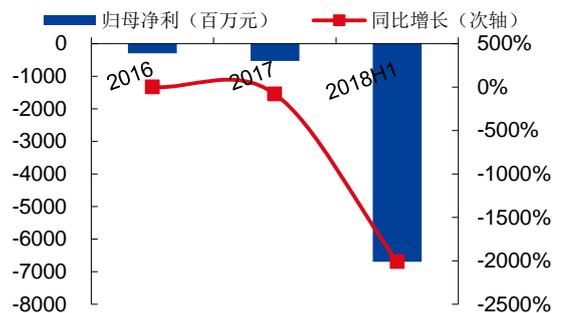
分季度看，公司一二季度实现营收 13.85 亿元、27.09 亿元，分别净亏损 2.01 亿元，64.94 亿元。

图 1：拼多多营业收入及其增长



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 2：拼多多归母净利及其增长



资料来源：Wind，华金证券研究所

（一）营业收入端，公司 GMV 及营业收入保持良好增长态势。

用户方面，拼多多近十二月活跃用户较一季度环比增长 16.51% 至约 3.44 亿人，月均活跃用户环比增长 17.33% 至约 1.95 亿人，拼多多平台受到部分消费者欢迎，其平台活跃用户仍然处于高速增长时段，若将上述季度环比转化为年度同比，则上述两增速均超 80%。

客均 GMV 方面，拼多多正处于快速增长时期，平台正在培养用户在拼多多平台消费的习惯，平台客均 GMV 仍然保持较高增速，截止 2018 年二季度的近十二月客均 GMV 较截止一季度的环比增长了 13.19%。

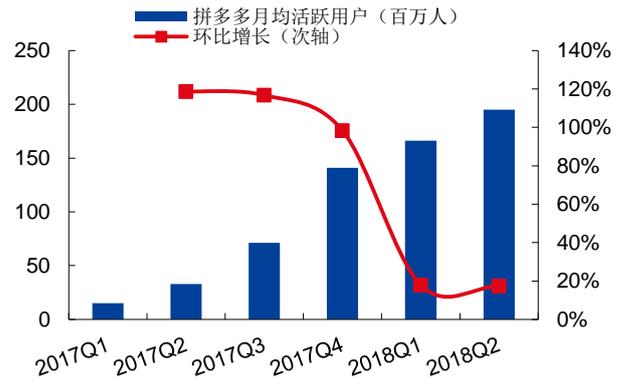
用户与客均 GMV 的较快增长，推动平台 GMV 的较快提升。拼多多截止 2018 年二季度的近十二月 GMV 已达 2621 亿元，环比增速达 31.91%，转为年度同比增速仍然逾 2 倍，拼多多平台商品交易额仍然处于快速扩张时期。

图 3：拼多多近十二月活跃用户数量



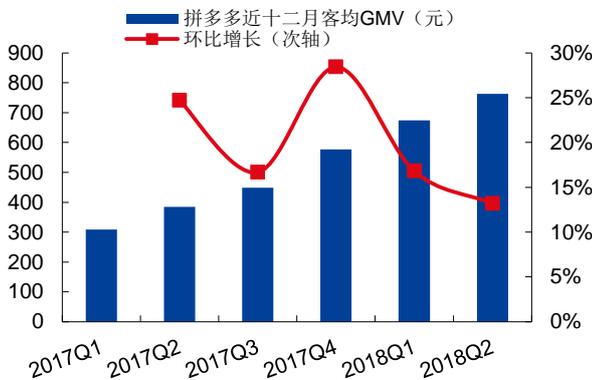
资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 4：拼多多月均活跃用户数量



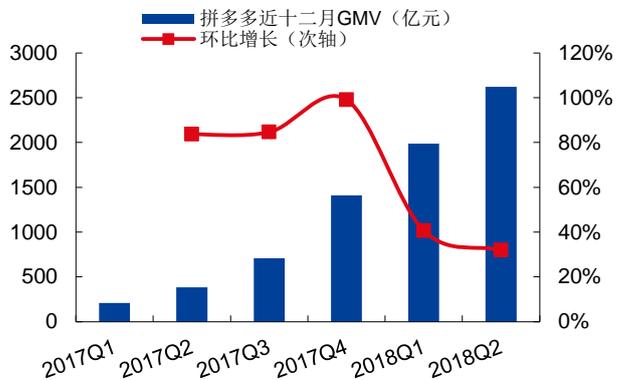
资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 5：拼多多近十二月客均 GMV



资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 6：拼多多近十二月 GMV



资料来源：公司公告，华金证券研究所

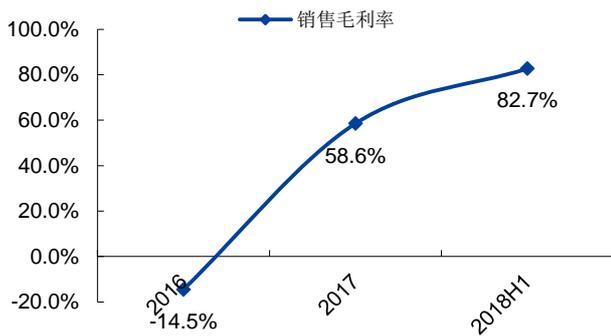
（二）净利润端，股权激励及广告支出拖累净利润

二季度亏损的明显扩大，主要是在二季度公司一次性计提了上市后的股权激励以及广告营销力度加大。上半年，公司销售费用为 41.88 亿元，其中一、二季度分别为 12.17 亿元与 29.71 亿元，二季度广告营销力度继续加强；公司管理费用为 58.29 亿元，其中，一、二季度分别为 0.29 亿元与 58.01 亿元，二季度股权激励使管理费用明显提升；公司研发费用也在二季度有所加大，一、二季度研发费用投入分别为 0.73 亿元拟于 1.86 亿元。

最终公司上半年归属原始股东的净亏损为 64.94 亿元，净利率约为-163.5%，股权激励及广告费用明显拖累净利润。

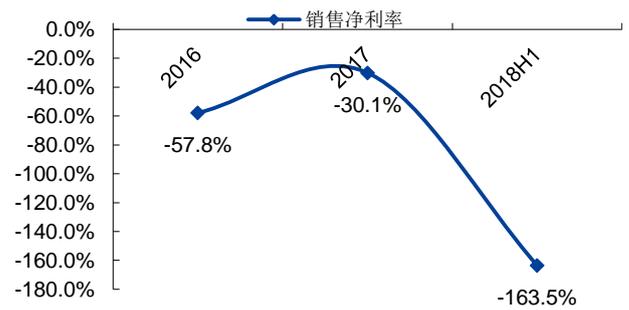
而若是按照 Non-GAAP 的方法计算，二季度公司归属原始股东的亏损为 6.73 亿元，较一季度的亏损 2.01 元明显扩大，二季度广告投入仍然导致拼多多亏损幅度增大。

图 7：拼多多毛利率情况



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 8：拼多多净利率情况



资料来源：Wind，华金证券研究所

二、货币化率较快上行或提升营收，广告营销投入效果仍有待观察

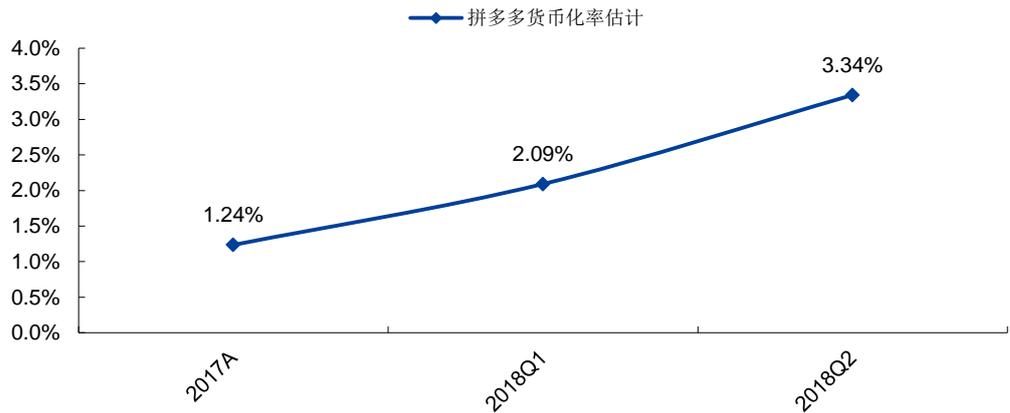
（一）货币化率较一季度明显提升，未来营业收入有望增加

由于公司并未披露 2018Q2 单季度 GMV，我们只能通过近十二月数据进行估算。按照公司公告的数据，我们测算，2018 年二季度 GMV 至少为 800 亿元，至多为 870 亿元。假设二季度 GMV 800 亿元、825 亿元、850 亿元、875 亿元所对应的货币化率分别为 3.39%、3.28%、3.19%、3.10%。

由于 2016 年 2 月拼多多单月成交额破 1000 万，12 月拼多多月 GMV 超 20 亿，若假设 2016 年二至四季度，拼多多 GMV 月度环比增速相同，则 2016 年二季度拼多多 GMV 约 1.61 亿元，则 2018 年二季度拼多多 GMV 约为 811 亿元，对应拼多多二季度货币化率为 3.34%，较一季度的货币化率 2.09%有较大提升。

平台的货币化率最终会转嫁到消费者，但只要拼多多的流量政策不发生大的变化，货币化率提升 1%直接使平台商品价格提升 1%，对拼多多商品的性价比并没有消费者能够直接察觉的变化，或对消费者影响有限。拼多多货币化率快速提升，若未来其货币化率能够保持二季度估计的水平，公司未来营收有望增加，盈利能力或将改善。

图 9: 拼多多货币化率估计

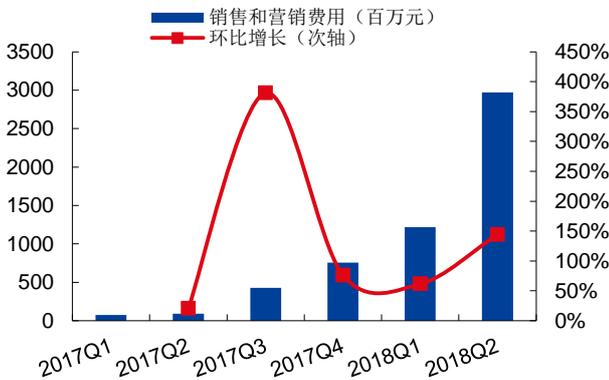


资料来源: 公司公告, 华金证券研究所

(二) 活跃用户获取成本快速提升, 仍需关注未来用户增量

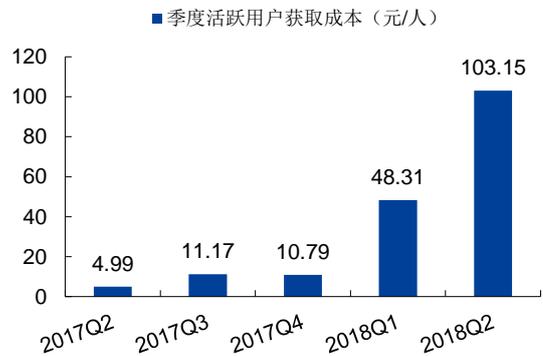
2018 年以来, 公司活跃用户获取成本快速提升, 从 2017 年的约 10 元提升至 48 元。而随着 2018 年二季度公司广告营销的投入加剧, 公司单季度或与用户获取成本已提升至 103 元, 较一季度环比增长逾一倍。公司活跃用户获取成本的快速提升, 或许与公司广告投放滞后于广告支出, 未来一段时间内将带来持续的流量有关。公司选择以大量的广告投放换取活跃消费者, 而平台客均 GMV 仍然较低, 未来仍需观察广告带来的用户增量。

图 10: 拼多多销售与营销费用及其增速



资料来源: 公司公告, 华金证券研究所

图 11: 拼多多单季度活跃用户获取成本估计

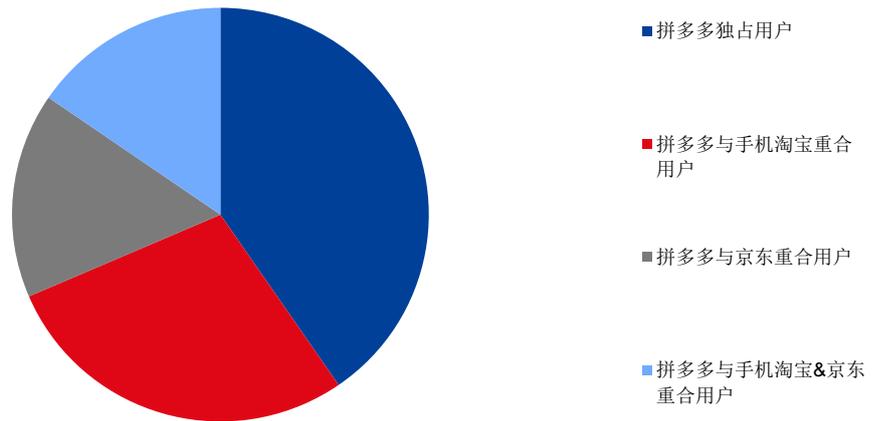


资料来源: 公司公告, 华金证券研究所

三、独占用户为拼多多竞争力奠定基础

伴随着电商流量下沉, 拼多多实现了用户量与 GMV 的快速增长, 并通过微信的社交裂变, 获取了一部分之前未体验网络购物的消费人群, 并以此独占用户形成拼多多平台的竞争力。据 QuestMobile, 2018 年 3 月, 拼多多 APP 的独占用户比例大约为用户量的 40%。同时拼多多 APP 与手机淘宝重合用户约 6263.7 万人, 与京东重合用户为 4524.9 万人, 三个平台的手机 APP 共同的重合用户约 2218.2 万人。

图 12：2018 年三月拼多多 APP 与主要综合电商用户重合示意图



资料来源：QuestMobile，华金证券研究所

四、拼多多的快速增长或引发激烈竞争，目前估值较为合理

拼多多在微信流量的支持下取得较快的用户数、GMV 增长，并与淘宝、京东走差异化路线，抢占农村与低线城市市场。如果公司能解决广告费率以及货币化率的平衡，有望实现盈利，则其商业模式可持续。从整体市场格局看，短期来自竞争对手对标产品的压力或有限，但随着拼多多市场份额可预期的进一步提升，挤压阿里京东低价区份额，或引起综合电商平台的激烈竞争。

假设拼多多延续较快增长，如 2018 年全年实现 4200 亿元 GMV，按历史货币化率推测可形成近 88 亿元营收。按照 P/GMV 计算，并就货币化率进行下折，拼多多股价约为 22.13 美元/ADR，若根据 P/S 计算，并就增速予以 20% 的溢价，拼多多股价约为 17.58 美元/ADR，目前估值较为合理。。

五、风险提示

1. 公司尚未盈利，未来商业模式可能发生变化，转型存在风险；
2. 目前客均收入仍然较低，提升货币化率或降低平台商品性价比；
3. 长期发展挑战现有市场格局，阿里京东或越发重视拼多多，或加剧电商竞争；
4. 电商法正式发布，或进一步提升打假等合规成本；
5. 面临美国集体诉讼，或对市值等产生不良影响。

行业评级体系

收益评级：

领先大市—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 10%以上；

同步大市—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-10%至 10%；

落后大市—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 10%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

王冯声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

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或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区锦康路 258 号（陆家嘴世纪金融广场）13 层

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.cn