

传媒行业

行业研究/点评报告

拼多多三季度亏损率环比提升，电商龙头“下沉上行”竞争仍激烈

——电商行业动态跟踪报告

点评报告/传媒行业

2019年11月22日

事件概述：拼多多发布2019年三季度财报

电商行业：根据艾瑞数据口径，淘宝/拼多多/京东10月份移动端月活跃用户数分别达6.80亿/3.70亿/2.57亿，同比去年10月份分别增长5.1%/33.9%/10.4%，三家电商龙头中拼多多高用户基数下增速不减。拼多多11月20日发布Q3财报，**核心数据如下：**三季度营收75.14亿，同比+123%；GMV(TTM)8402亿元，同比+144%；归母净亏损23.35亿元，净亏损率31.1%，同比18年Q3收窄1.5pct，但环比二季度亏损率扩大17.3pct；NON-GAAP净亏损16.6亿，亏损程度超出市场预期。

分析与判断

➤ 收入端：营收维持高增长，用户年均消费额增至1557元

三季度年化GMV同比+144%至8402亿元，其中年活跃购买用户数同比+39%至5.36亿人，月活用户数同比+86%至4.296亿人，增速高于同期阿里和京东水平；平台年活跃用户平均GMV同比+74%至1556元，推测一方面由于平台用户粘性不断增强，另一方面由于平台高价值客户群体逐渐增加。三季度**营收**同比+123%至75.14亿元，**分业务看：**在线营销服务收入67.1亿元，同比增长126%，在线营销业务货币化率环比小幅提升0.04pct至2.64%；交易佣金收入8.03亿元，同比增长101.8%，佣金率环比微降0.01pct至0.33%。公司三季度现金及等价物及限制性现金合计344亿元，同比+129%。

➤ 利润端：“百亿补贴”致销售费率增高，亏损率环比扩大

三季度营业成本18.3亿元（同比+137%），毛利率75.6%（同比下降1.4pct，环比下降2.5pct）。销售费用69亿元（同比+114%），销售费用率92%环比上升8.2pct，主要用于广告赞助推广和用户补贴高增（三季度“百亿补贴”大量投放，通过补贴等营销手段提升高净值商品吸引力）。管理费用4.4亿元（同比+43%）；研发费用11亿元（同比+240%），研发费用率15%环比上升4pct，主要是由于资深研发人员员工数及招聘活动数增加，以及与研发相关的云服务费用和股权激励费用增加所致。综上，营运亏损27.9亿元，营运亏损率37.2%，环比大幅上升16.7pct；归母净亏损23.35亿元，亏损率31.1%环比扩大17.3pct；调整后归母净亏损（Non-GAAP）达16.6亿元，亏损程度超出市场预期。

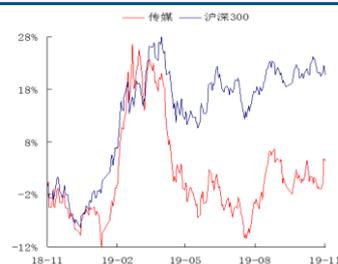
➤ 电商行业“三强”格局逐渐形成，拼多多继续维持“百亿补贴”策略拓展用户

2019年是电商行业风起云涌的一年。一方面，在整体社零低增速背景下，占GDP总额10%的电商巨擘仍维持20%以上高增长，19年双十一全网成交4101亿同比增长30.5%，电商在整体消费市场的地位举足轻重；另一方面，走过数十载岁月的电商巨擘搭乘大数据与科技的快车，不断焕发着新的活力。从竞争格局看：“异军突起”的拼多多继续维持用户强劲增速，搅乱原有电商格局，三季度月活用户同比86%的增速仍远超全市场大部分电商公司。拼多多财报发布后电话会议表示未来仍继续维持“百亿补贴”策略，在阿里京东纷纷布局低线的时候，拼多多也在积极“上行”拓宽用户群体，电商下半场的竞争仍然激烈。

➤ 风险提示

经济下行影响电商行业景气度；电商行业政策监管趋严。

行业与沪深300指数走势比较



资料来源：wind，民生证券研究院

分析师：刘欣

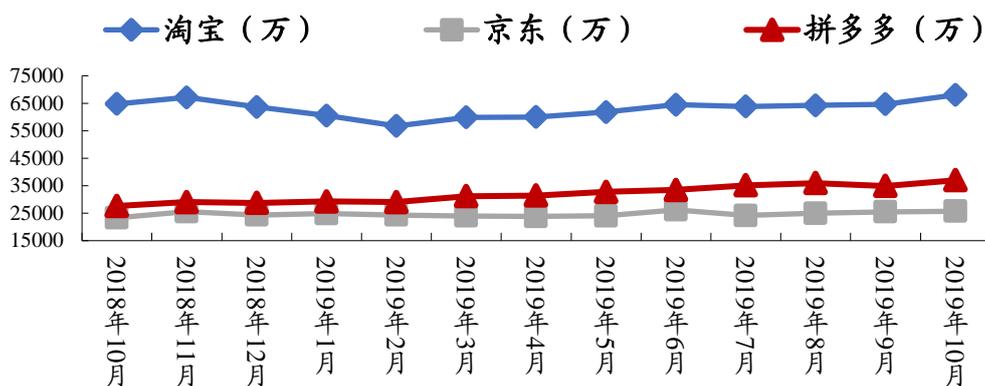
执业证：S0100519030001
 电话：010-85127513
 邮箱：liuxin_yj@mszq.com

相关研究

一、电商行业

电商行业：根据艾瑞数据口径，淘宝/拼多多/京东 10 月份移动端月活跃用户数分别达 6.80 亿/3.70 亿/2.57 亿，同比去年 10 月份分别增长 5.1%/33.9%/10.4%，拼多多高用户基数下增速不减。

图 1：2018.8~2019.10 淘宝/京东/拼多多月活跃用户数变化趋势图

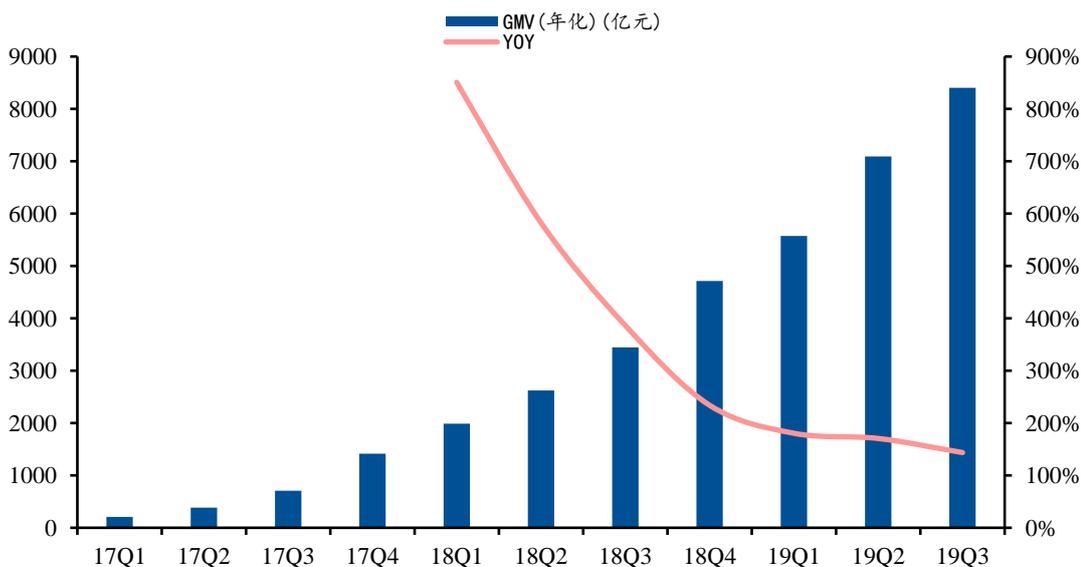


资料来源：questmobile，民生证券研究院

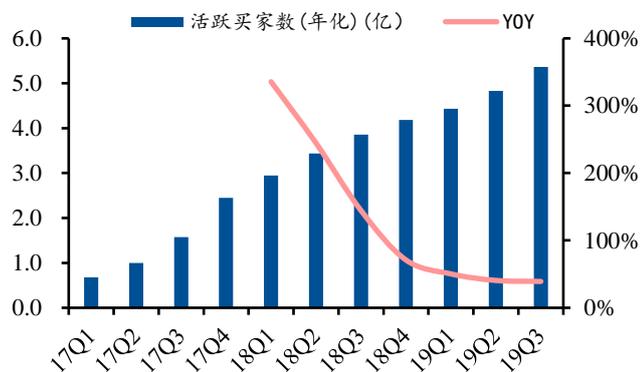
二、拼多多二季度具体数据分析

三季度年化 GMV 同比+144%至 8402 亿元，其中年活跃购买用户数同比+39%至 5.363 亿人，月活用户数同比+86%至 4.296 亿人，增速高于同期阿里和京东水平；平台年活跃用户平均 GMV 同比+74%至 1557 元，推测一方面由于平台用户粘性不断增强，另一方面由于平台高价值客户群体逐渐增加。

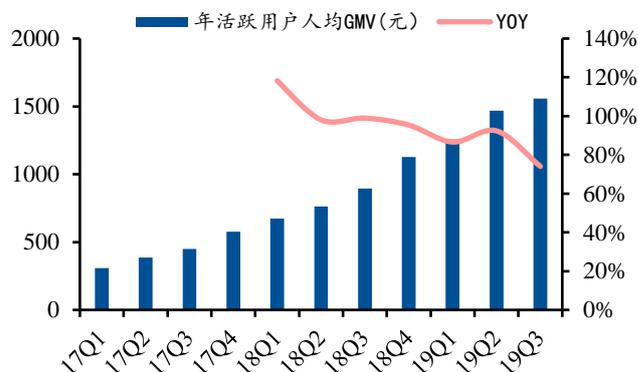
图 2：拼多多 2017Q1-2019Q3 GMV (LYM) 及同比变化



资料来源：公司公告，民生证券研究院

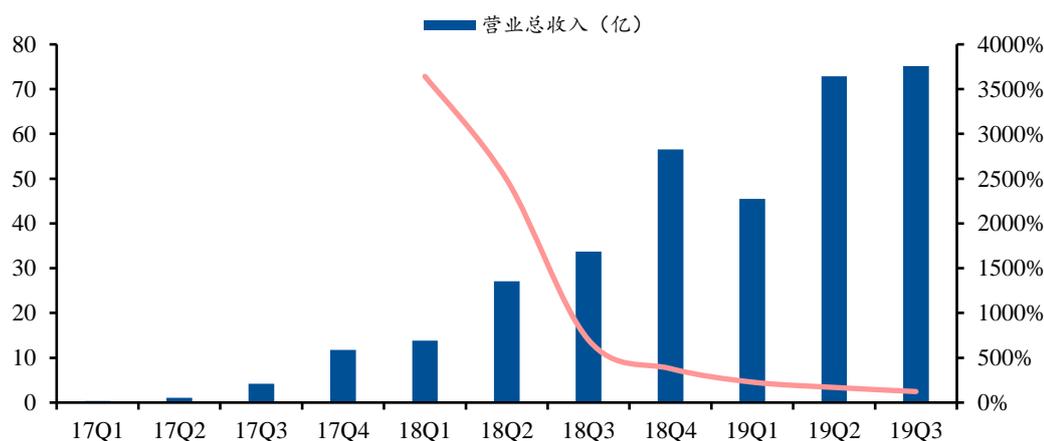
图 3: 拼多多 2017Q1-2019Q3 年活跃买家数及同比变化


资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

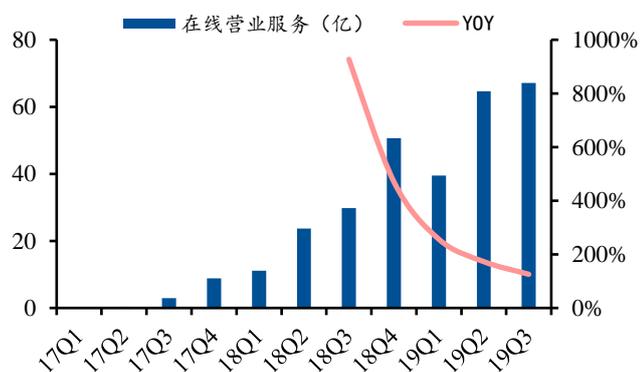
图 4: 拼多多 2017Q1-2019Q3 年活跃买家人均消费及同比


资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

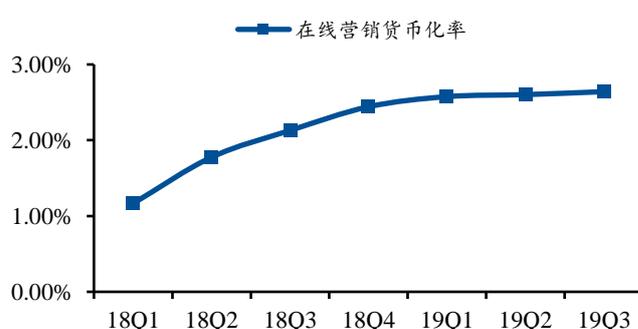
三季度营收同比+123%至 75.14 亿元, 分业务看: 在线营销服务收入 67.1 亿元, 同比增长 125.7%, 在线营销业务货币化率环比小幅提升 0.04pct 至 2.64%; 交易佣金收入 8.03 亿元, 同比增长 101.8%, 佣金率环比微降 0.01pct 至 0.33%。

图 5: 拼多多 2017Q1-2019Q3 营业收入及同比变化


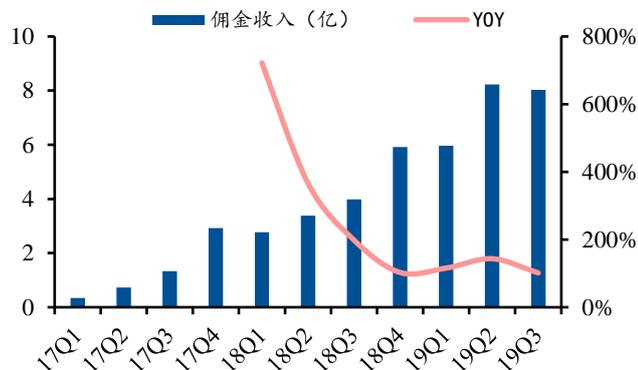
资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

图 6: 拼多多 2017Q1-2019Q3 在线营销收入及同比变化


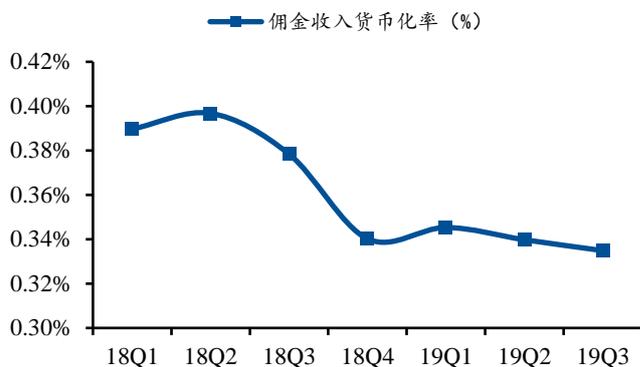
资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

图 7: 拼多多 2018Q1-19Q3 在线营销货币化率变化趋势


资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

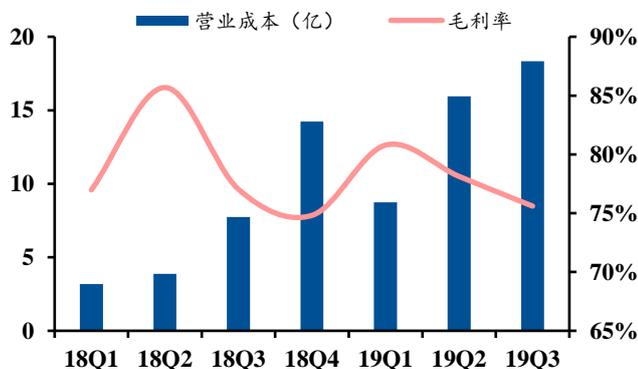
图 8: 拼多多 2017Q1-2019Q3 佣金服务收入及同比变化


资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

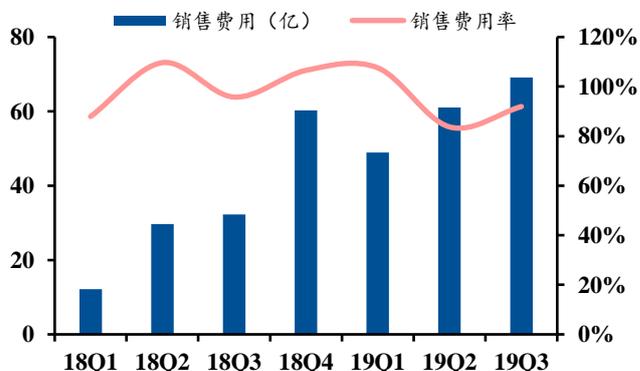
图 9: 拼多多 2018Q1-2019Q3 佣金率变化趋势


资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

“百亿补贴”致销售费率环比大幅提升, 净亏损率 31% 环比有所扩大。三季度营业成本 18.3 亿元 (同比+137%), 毛利率 75.6% (同比下降 1.4pct, 下降 2.5pct); 营销费用 69 亿元 (同比+114%), 销售费用率 92% 环比上升 8.2pct, 主要用于广告赞助推广和用户优惠补贴 (三季度为“百亿补贴”重点投放季度, 通过补贴等营销手段提升高净值商品对用户吸引力); 管理费用 4.4 亿元 (同比+43%); 研发费用 11 亿元 (同比+240%), 主要是由于资深研发人员员工数及招聘活动数增加, 以及与研发相关的云服务费用和股权激励费用增加所致, 研发费用率 25% 环比提升 4pct。

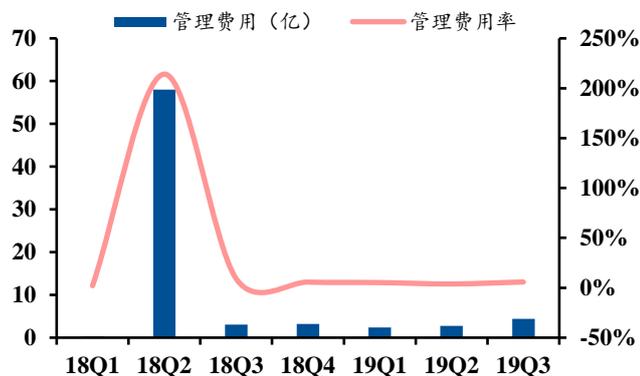
图 10: 拼多多 2018Q1-2019Q3 营业成本及毛利率


资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

图 11: 拼多多 2018Q1-2019Q3 销售费用及费用率


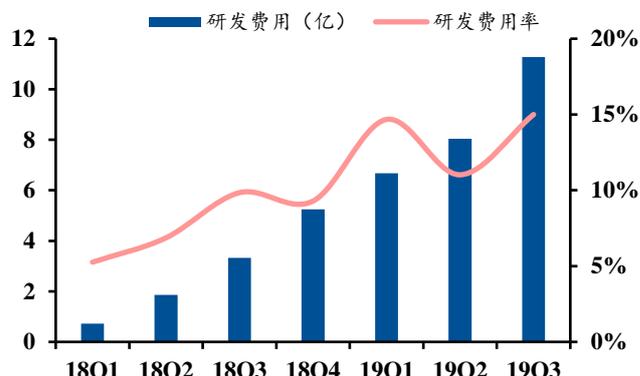
资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

图 12: 拼多多 2018Q1-2019Q3 管理费用及费用率



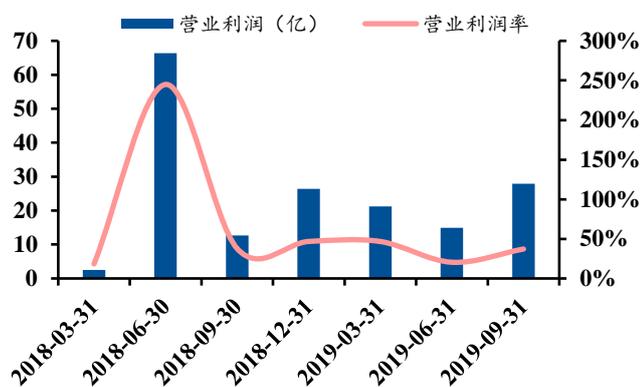
资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

图 13: 拼多多 2018Q1-2019Q3 研发费用及费用率



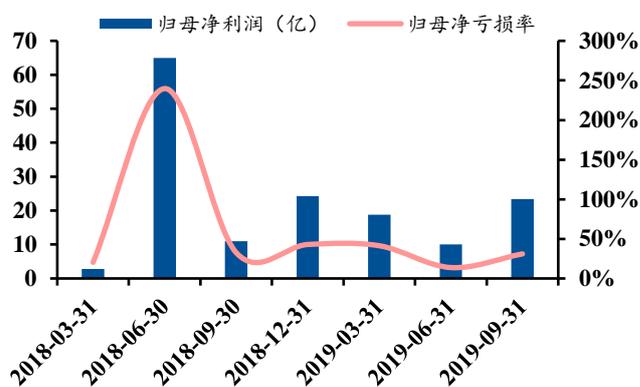
资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

图 14: 拼多多 2018Q1-2019Q3 营运亏损及亏损率变化



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

图 15: 拼多多 2018Q1-2019Q3 归母净亏损及亏损率变化



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

表 1: 拼多多自 2017Q3 开始赞助综艺一览

综艺名称	上线时间	赞助方式
极限挑战第三季	2017Q3	特约赞助
中国新歌声第二季		独家特约赞助
拜见小师傅	2017Q4	特约赞助
欢乐喜剧人 4	2018Q1	独家冠名
非诚勿扰		独家冠名
我是大侦探		独家网络冠名
极限挑战第四季	2018Q2	特约赞助
快乐大本营 2018		首席合作伙伴
奔跑吧第二季		网络总冠名
青春同学会		特约赞助
快乐中国毕业歌会		首席卫视合作伙伴
我家那小子	2018Q3	独家冠名
中餐厅第二季		首席合作伙伴

幻乐之城		网络冠名
无限歌谣季		网络总冠名
是真的吗		独家冠名
我们在行动		独家冠名
七夕爱情歌会		合作伙伴
中国梦之声·下一站传奇	2018Q4	合作伙伴
我要上春晚		冠名
小姐姐的花店		联合赞助
湖南卫视 2019 跨年演唱会		独家冠名
歌手 2019	2019Q1	官方合作伙伴
快乐大本营		首席合作伙伴
声临其境 2		精彩呈现
我们的师傅		独家冠名
我是唱作人	2019Q2	联合赞助
喜欢你我也是		联合赞助
快乐大本营		首席合作伙伴
我最爱的女人们		官方独家购物 APP
中餐厅	2019Q3	首席合作伙伴
恋梦空间 2		独家冠名
非诚勿扰		独家冠名
这样唱好美		独家冠名

资料来源：各视频平台 APP，民生证券研究院

三、风险提示

经济下行影响电商行业景气度；电商行业政策监管趋严。

图表目录

图 1: 2018.8~2019.10 淘宝/京东/拼多多月活跃用户数变化趋势图.....	2
图 2: 拼多多 2017Q1-2019Q3 GMV (LYM) 及同比变化.....	2
图 3: 拼多多 2017Q1-2019Q3 年活跃买家数及同比变化.....	3
图 4: 拼多多 2017Q1-2019Q3 年活跃买家人均消费及同比.....	3
图 5: 拼多多 2017Q1-2019Q3 营业收入及同比变化.....	3
图 6: 拼多多 2017Q1-2019Q3 在线营销收入及同比变化.....	3
图 7: 拼多多 2018Q1-19Q3 在线营销货币化率变化趋势.....	3
图 8: 拼多多 2017Q1-2019Q3 佣金服务收入及同比变化.....	4
图 9: 拼多多 2018Q1-2019Q3 佣金率变化趋势	4
图 10: 拼多多 2018Q1-2019Q3 营业成本及毛利率	4
图 11: 拼多多 2018Q1-2019Q3 销售费用及费用率.....	4
图 12: 拼多多 2018Q1-2019Q3 管理费用及费用率	5
图 13: 拼多多 2018Q1-2019Q3 研发费用及费用率	5
图 14: 拼多多 2018Q1-2019Q3 营运亏损及亏损率变化.....	5
图 15: 拼多多 2018Q1-2019Q3 归母净亏损及亏损率变化.....	5
表 1: 拼多多自 2017Q3 开始赞助综艺一览	5

分析师简介

刘欣，民生证券文化传媒&海外互联网首席分析师，中国人民大学汉青高级经济与金融研究院硕士，先后于中金公司（2015-2016）、海通证券（2016-2019）从事TMT行业研究工作，2019年1月加入民生证券。所在团队2016/2017年连续两年获得新财富最佳分析师评比文化传媒类第三名，2016年水晶球评比第三名，2016年金牛奖第三名，2017年水晶球第五名，2017证券时报金翼奖第一名等。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的12个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅15%以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅5%~15%之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅-5%~5%之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅5%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的12个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅5%以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅-5%~5%之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅5%以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122

深圳：广东省深圳市深南东路5016号京基一百大厦A座6701-01单元； 518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。