

拼多多 (PDD.O) 四季报点评：有些人注重物美但是没有人会排斥价廉，拼多多重塑电商竞争格局

2020年3月13日

强烈推荐/维持

拼多多

公司报告

报告摘要：

【事件】

拼多多公布2019年四季报，2019年全年营收同比增长130%至301.42亿元，其中第四季度单季度营收107.93亿元，同比增长91%。2019年全年GMV为10066亿元，同比增长113%，截止至2019年年底的活跃买家数量为5.85亿元，同比增长40%。

我们的观点：

1、高额补贴成功培养消费者对价格的敏感性，有些人注重物美但是没有人会排斥价廉

行业龙头都经历过先野蛮生长再治理纠偏，淘宝成立初期为了获客，也投入大量红包和广告营销。目前市场上最为关注的两个指标就是GMV和用户，而拼多多的四季报显然交上了一份令人惊艳的成绩单。**第一，成立五年，GMV破万亿。**2019年全年拼多多GMV达到10066亿元，同比增长113%，GMV同比增速远超阿里与京东；**第二，单季度新增用户位于三大电商之首。**截至2019年底，中国三大电商平台中，阿里、拼多多和京东的年活跃买家数分别为7.11亿、5.85亿和3.62亿，拼多多的活跃买家数已经超过京东且正在向阿里逼近，单看2019年四季度，阿里和京东两大电商平台的单季净增用户分别为1800万和2760万，而拼多多单季度活跃买家净增数为4890万，是三家之首。而四季度拼多多的MAU（月活用户）为4.82亿，同比增长77%。

拼多多持续的高额补贴已经培养了消费者对“价格”的敏感性，而“价格”就是拼多多本身最大的比较优势。在“多、快、好、省”这四个方面中，拼多多本身的比较优势就是“省”，消费者使用拼多多购买产品主要看重的是便宜，而补贴最直接的效果就是直接降低商品售价，这既能强化拼多多“便宜”的比较优势，也能扭转低端的品牌形象。从商家

公司简介：

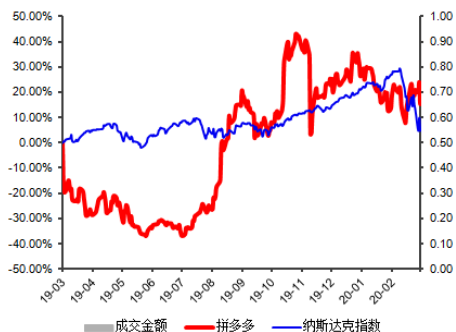
公司是中国领先的电商平台，公司定位是“Costco+Disney”。公司通过薄利多销的方式给用户极致性价比的商品。截止2019年中，年度活跃用户4.83亿。

未来3-6个月重大事项提示：

交易数据

52周股价区间(美元)	16.53-45.25
总市值(亿美元)	434
流通市值(亿美元)	434
总股本(亿股)	46.49
流通B股/H股(万股)	/

52周股价走势图



资料来源：wind、东兴证券研究所

财务指标预测

指标	17A	18A	19A	20E	21E
营业收入(百万元)	1,744	13,120	30,142	76,603	95,985
增长率(%)	245.5%	652.3%	129.7%	154.1%	25.3%
净利润(百万元)	-525	-10219	-6970	-5220	5247
增长率(%)	-	-	-	-	-
PE	-	-	-	-	57.4
PB	-304.1	16.0	27.1	37.0	18.2

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

分析师：王习

010-66554034

wangxi@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480518010001

研究助理：赵莹

010-66555446 执业

Zhaoying_yjs@dxzq.net.cn

证书编号：

S1480118120009

角度 (暂不考虑物流) 来看, **商品的潜在利润=商品售价-(商家拿货的价格+做广告的费用+每单交易中被平台抽取的佣金-平台给予的补贴)**, 拼多多的奥秘在于帮助商家大大降低做广告的费用和交易佣金, 同时提供了更多的补贴, 商家存在较大的让利空间可以打更低的折扣让利给消费者, 而商家定价低又会有利于打造爆款产品实现薄利多销, 增加总利润。

2、成功把其他玩家拉到拓展下沉市场和发放补贴的游戏中来, 重塑电商竞争格局

一方面, 成功把其他玩家拉到下沉市场的游戏中来。下沉市场引流的本质在于具备更旺盛的消费意愿 (闲暇娱乐属性), 以及互联网普及率和移动设备渗透率的提高。阿里和京东目前都在模仿拼多多, 希望分享下沉市场红利。阿里方面, 在 Q3 季度中淘宝新增年度活跃消费者中超过 60%来自下沉市场。2019 年初,阿里整合聚划算、淘抢购、天天特卖三大下沉市场业务, 聚划算百亿补贴在 Q3 季度上线, 对品牌正品的官方补贴, 进一步拉动了高性价比人群在淘宝平台的消费; 京东方面, 2019 年第四季度新增用户中超过 70%来自三至六线城市, 而在 10 月 31 日“全民京喜日”中, 京喜新用户占当日京东全站新用户的比例达 42%, 来自 3-6 线下沉新兴市场的新用户占当日京喜新用户的 74%, 整体用户方面近七成用户来自 3-6 线城市, 拉新效果和开拓下沉市场的能力异常显著;**另一方面, 各大平台提高补贴力度, 主动拥抱低价需求客户。**阿里方面, 2019 年双十一期间全球 20 万个品牌的天猫官方旗舰店集体推出史上最大折扣, 阿里在双十一活动期间补贴或超过 500 亿。而京东也喊出“百亿补贴, 千亿优惠”的口号。京喜的消费模式以拼团模式和 9.9 包邮模式为主, 并在本次双十一提供了上亿款 1 元产品, 且京东金融提供 10 元现金补贴跟进。

3、在下沉市场稳健的前提下, 自己从“五环外”向“五环内”疯狂进军

在下沉市场保持稳健的背景下, 拼多多百亿补贴又一次花在了正确的地方, **通过补贴标准化的大牌产品和低价产品, 成功解决一二线用户的性价比痛点和消费需求的分化。**2019 年全年, 拼多多活跃买家的年平均消费额进一步增长至 1720.1 元, 较上一年同期的 1126.9 元增长 53%。**第一, 拼多多通过解决所谓“隐形贫困人口”对于性价比需求的痛点, 培育一二线优质客户基础。**一二线城市的生活成本不断高企, 同时结合当前消费升级和网络支付愈加发达的大背景, 一二线城市用户更注重产品的性价比, 即“便宜有好货”, 拼多多通过补贴 iPhone、戴森等等大牌商品很好的满足了一二线用户对于产品性价比的需求, 一定程度上起到了重塑标签、重塑品牌的作用;**第二, 通过补贴消费频次高、单价低的产品, 满足一二线客户消费需求的分化。**不只是低线市场用户, 一二线城市用户同样对于价格低、消费频次高的低价产品存在大量需求, 比如农产品、袜子、纸巾等等, 就如同黄峥所说, “追求高性价比的人群, 他会买一个爱马仕的包, 也会用 9.9 元买一箱芒果, 这与他的消费能力没有关系。”高线用户不同需求的分化需要不同的消费场景与之匹配, 拼多多通过高性价比产品培育优质客户的同时, 还在培养用户复购拼多多上低价商品的习惯。

4、亏损收窄开启, 高额补贴仍可延续

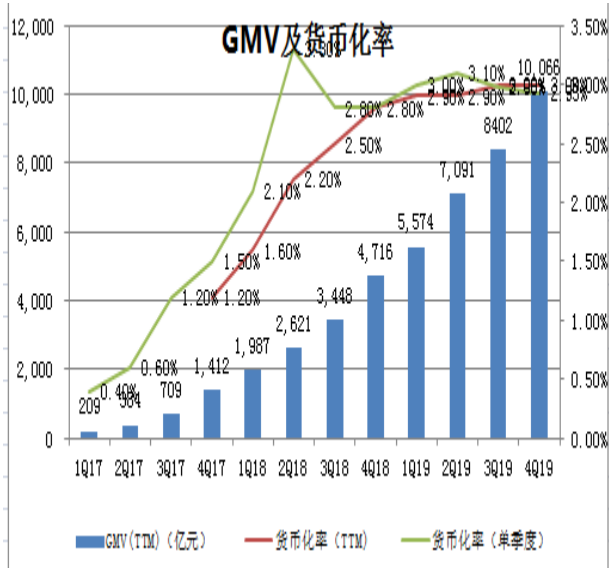
单季度来看, 第四季度拼多多经营亏损为 21.35 亿元, 较 2018 年同期的 26.41 亿元相比降低 19.2%, 第四季度归属于普通股股东的净亏损为 17.52 亿元, 同比上一年的 24.24 亿元减少 27.7%, 环比 2019 年第三季度的 23.35 亿元减少 25%, **拼多多亏损收窄大幕开启。**目前, 拼多多的营销费用确实仍较高, **但我们认为, 一方面, 高额补贴仍可延续。**截止到 19 年年底, 拼多多平台现金及现金等价物及受限资金为人民币 333 亿元, 较去年同期的 305 亿元有所提高, 同时 2019 年 9 月, 拼多多以 0%到期收益率和 0%票息成功完成总计 10 亿美元的可转债发行, “自身现金流充足+可转债融资”让拼多多对未来可持续的补贴更有底气。**另一方面, 拼多多收入端提升的空间还很大。**回看拼多多的盈利模式, 主要赚取的是流量成本的差, 一边是通过天然社交入口和拼购等活动获取成本很低的流量, 另一边则是通过平台销售商品的方式进行流量变向, 具体包括线上营销服务 (关键词+展示为广告等) 和交易佣金, 而能否实现盈利取决于两者的差值。在未来用户粘性逐步建立的背景下, 适当提高广告费用和交易佣金可以迅速放大拼多多的盈利能力。

5、投资建议:

新冠疫情或通过影响商家供应链和物流的角度对于电商行业一季报形成冲击, 但是我们认为, 拼多多作为电商行业的一匹黑马, 已经通过高额补贴成功培养消费者对价格的敏感性, 同时在保证自己原有优势的同时向一二线城市用户进军, 未来 GMV 和用户数量有望继续实现现象级的增长。我们看好拼多多的差异化战略, 预测 2020 年和 2021 年收入将分别达到 766 亿和 960 亿, 同比分别增长 154%和 25%。可以参考互联网公司采用市销率估值。按照 2020 年底 10 倍 PS, 给予公司 12 个月目标市值 1094 亿美元。维持“强烈推荐”评级。

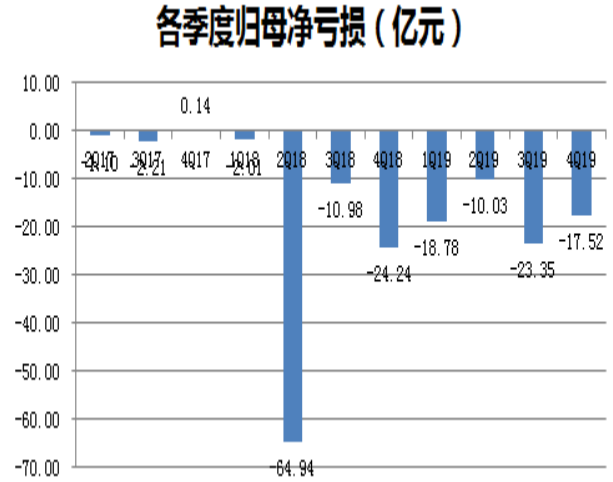
6、风险提示: 疫情冲击大于预期, 电商领域竞争加剧, 创新业务开展不及预期。

图 1:拼多多 GMV 及货币化率



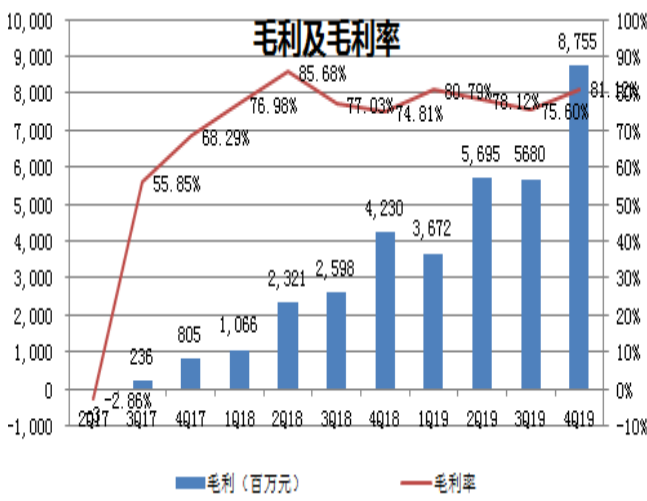
资料来源: 公司财报、wind、东兴证券研究所

图 2:各季度归母净亏损



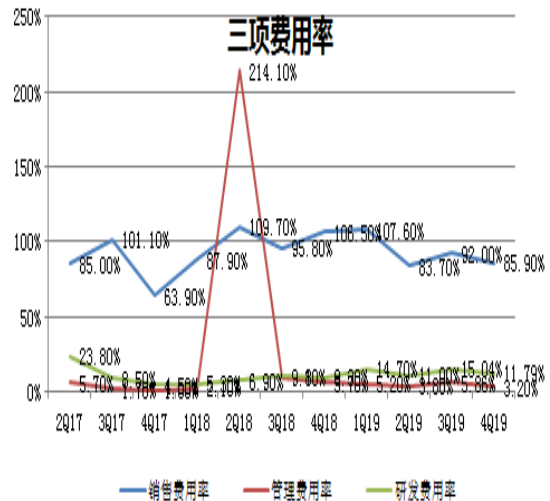
资料来源: 公司财报、wind、东兴证券研究所

图 3:毛利及毛利率



资料来源: 公司财报、wind、东兴证券研究所

图 4:三项费用率



资料来源: 公司财报、wind、东兴证券研究所

相关报告汇总

报告类型	标题	日期
公司	便宜就是未来---拼多多 (PDD.O) “敢拼”系列深度报告之一	2019-12-23
行业	电商行业“不一样的财报解读”之 2019 年三季报: 阿里很棒, 京东有惊喜, 拼多多也不差	2019-11-26
行业	电商巨头欣欣向荣, 新经济收获稳稳的幸福--- “不一样的财报解读”系列之 2019 年中报	2019-9-6
公司	拼多多 (PDD.O): 拼多多为何能创历史新高? -	2019-10-28

资料来源: 东兴证券研究所

分析师简介

王习

中央财经大学学士, 香港理工大学硕士, 六年证券从业经验, 2017 年加盟东兴证券研究所。

研究助理简介

研究助理: 赵莹

澳大利亚国立大学会计学硕士, 曾任职于德勤华永会计师事务所。2018 年加入东兴证券研究所, 从事商贸零售行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 在此申明, 本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果, 引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源, 力求清晰、准确地反映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。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下, 本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议, 市场有风险, 投资者在决定投资前, 务必要审慎。投资者应自主作出投资决策, 自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写, 东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其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头寸并进行交易, 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。本报告版权仅为我公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为东兴证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用, 未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导, 本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和法律责任。

行业评级体系

公司投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内, 公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

强烈推荐: 相对强于市场基准指数收益率 15% 以上;

推荐: 相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间;

回避: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内, 行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

看好: 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间;

看淡: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。