

商业贸易行业跟踪周报 2021 年第 11 期

2021 年 03 月 21 日

年活跃买家超越阿里，但拼多多还有很长的路要走

增持（维持）

证券分析师 吴劲草  
执业证号：S0600520090006  
wujc@dwzq.com.cn

证券分析师 张家璇  
执业证号：S0600520120002  
zhangjx@dwzq.com.cn

研究助理 阳靖  
yangjing@dwzq.com.cn

行业观点：

■ **拼多多发布 2020Q4 及全年业绩：**2020 全年，公司实现收入 594.92 亿元，同比+97.4%；Non-GAAP 归母净利润为-29.65 亿元，亏损幅度同比收窄 30%。Q4 单季，拼多多实现收入 265.48 亿元，同比+148%；Non-GAAP 归母净利润为-1.85 亿元，亏损幅度同比收窄 77.4%。从 Non-GAAP 归母净利润上看，拼多多 Q3 单季已实现盈利，我们认为 Q4 的亏损主要是由于 1P 商品销售及多多买菜（社区团购）等新业务的投入所致。

■ **GMV 持续高增，年活跃买家超越阿里，货币化率接近淘系水平。**

①2020 全年拼多多 GMV 为 1.67 万亿元，同比+66%；我们测算 Q4 单季 GMV 约为 0.58 万亿元，同比+57%。

②20Q4 月活跃用户（MAU）达 7.20 亿，同比+50%；年度活跃买家（AAC）达 7.88 亿，同比+35%；20Q4 拼多多的年度活跃买家首次超越阿里巴巴（后者为 7.79 亿）。

③拼多多 2020 全年货币化率约为 3.2%/+0.2pct；根据我们的测算，Q4 单季拼多多货币化率约为 3.65%/+0.74pct，这一数值已经接近阿里巴巴 FY2020 的整体货币化率（约 3.74%）。

④其他运营数据：下单频次增长但平均单价下滑。2020 全年，拼多多总订单量 383 亿，同比+94%；人均开销为 2115 元，同比+23%；活跃买家年度平均订单为 48.6 次，同比+44%；平均单价为 43.5 元，同比-15%。不论是人均订单还是平均单价，均仅为淘系平台的一半左右。

■ **1P 业务以及多多买菜的投入一定程度上影响了公司的盈利能力。**2020 全年/Q4 单季，公司分别实现 1P 商品销售收入 57.51 亿元/53.58 亿元。这主要是公司为填补平台上缺失的产品而自行寻找供应商进行生产，以暂时满足客户的需求，公司目前没有大力发展 1P 业务的计划。倘若我们假设 Q4 在线商城服务毛利率与 Q3 持平，则可大致估算出 1P 业务毛利率约为-17%。我们认为 1P 业务和社区团购一定程度上影响力本季度的盈利能力，且该影响未来还会从持续一段时间。

投资建议：

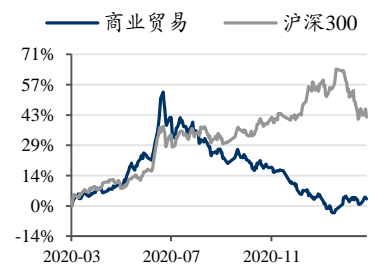
■ **拼多多早已是我国电商行业的重要存在，但未来的“品牌化进程”道阻且长。**目前拼多多平台的品牌化程度仍有所欠缺，而品牌是消费领域里的关键环节。消费领域中利润空间最大的环节是品牌，品牌商的利润率通常高于制造商和经销商，这意味着品牌能给平台带来更高的货币化率。但不论是进驻拼多多的品牌商数量，还是已进驻品牌的定位，拼多多都明显落后于天猫和京东。

■ **电商平台的“品牌化”，主要通过两条路：①吸引品牌方进驻；②在体系内培养自己的品牌。但二者均需要较长时间。**①我们认为要让大品牌进驻，平台一方面要掌控足够多的目标客户（如对于高端品牌，就是高净值客户），另一方面要为品牌方提供足够强的管控工具（以防经销商打乱价格体系）。而拼多多在这两点上，都还需要较长的时间迭代进化。②而倘若培养自己的品牌（如丝飘纸巾等），则可能需要更长的时间来积累认知。

■ **建议关注：**京东集团，阿里巴巴，拼多多，贝泰妮，上海家化，华熙生物等。

■ **风险提示：**行业竞争加剧，产品质量问题，疫情及宏观经济波动风险等

行业走势



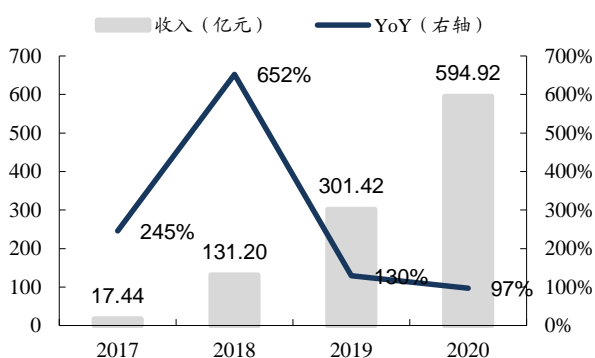
相关研究

- 1、《教育行业周报（2021 年第 11 期）：2022 上海中考改革持续推进，民强公弱的初中格局或持续均衡》2021-03-21
- 2、《商业贸易行业点评：1-2 月社零同比+33.8%，较 2019 同期+6.4%》2021-03-15
- 3、《商业贸易行业跟踪周报：京东发布 2020 全年业绩，年活跃用户+30%》2021-03-14

## 1. 本周行业点评

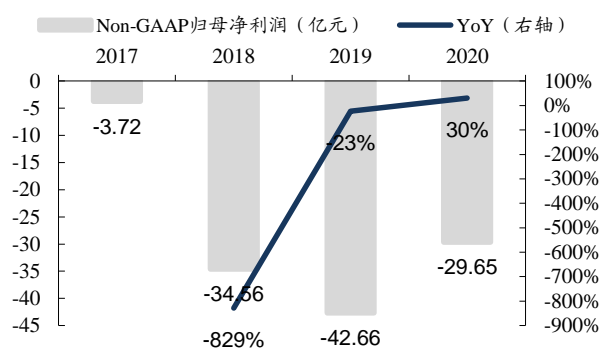
**拼多多发布 2020Q4 及全年业绩:** 2020 全年, 公司实现收入 594.92 亿元, 同比+97.4%, 其中电商平台业务收入 537 亿元, 同比+78.3%; Non-GAAP 归母净利润为-29.65 亿元, 亏损幅度同比收窄 30%。Q4 单季, 拼多多实现收入 265.48 亿元, 同比+148%, 其中电商平台业务收入 212 亿元, 同比+96.3%; Non-GAAP 归母净利润为-1.85 亿元, 亏损幅度同比收窄 77.4%。从 Non-GAAP 归母净利润上看, 拼多多 Q3 单季已实现盈利, 我们认为 Q4 的亏损主要是由于多多买菜(社区团购)等新业务的投入所致。

图 1: 拼多多收入及增速



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图 2: 拼多多 Non-GAAP 归母净利润及增速

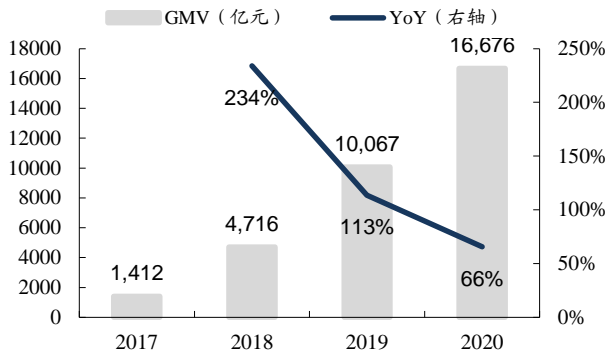


数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

**GMV 持续高增, 年活跃买家超越阿里, 货币化率接近淘系水平。**

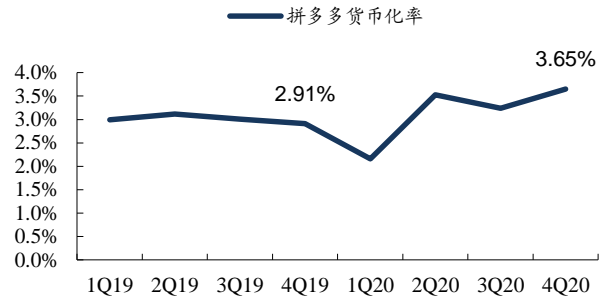
- 2020 全年拼多多 GMV 为 1.67 万亿元, 同比+66%; 我们测算 Q4 单季 GMV 约为 0.58 万亿元, 同比+57%。
- 20Q4 月活跃用户 (MAU) 达 7.20 亿, 同比+50%; 年度活跃买家 (AAC) 达 7.88 亿, 同比+35%; 20Q4 拼多多的年度活跃买家首次超越阿里巴巴 (后者为 7.79 亿)。
- 拼多多 2020 全年货币化率约为 3.2%/+0.2pct; 根据我们的测算, Q4 单季拼多多货币化率约为 3.65%/+0.74pct, 这一数值已经接近阿里巴巴 FY2020 的整体货币化率 (约 3.74%)。
- 其他运营数据: 下单频次增长但平均单价下滑。2020 全年, 拼多多总订单量 383 亿, 同比+94%; 人均开销为 2115 元, 同比+23%; 活跃买家年度平均订单为 48.6 次, 同比+44%; 平均单价为 43.5 元, 同比-15%。不论是人均订单还是平均单价, 均仅为淘系平台的一半左右。

图 3: 拼多多 GMV 及增速



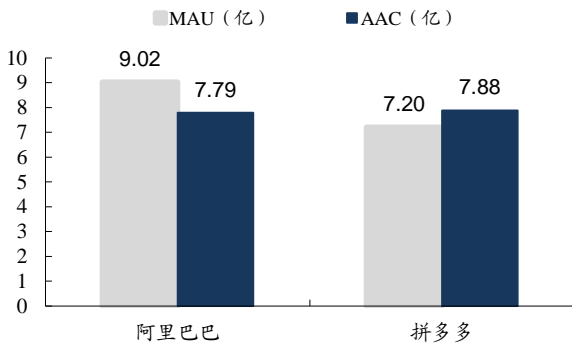
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图 4: 拼多多 4Q20 货币化率大幅增长



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所测算

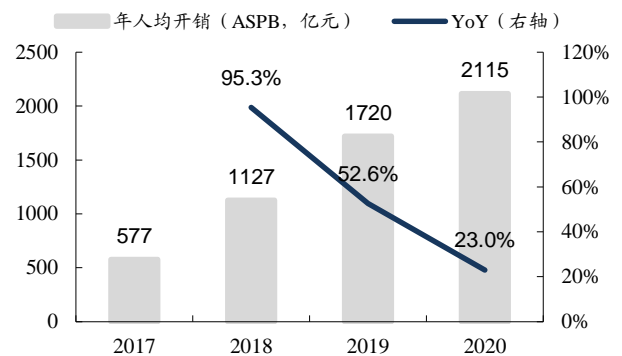
图 5: 拼多多及淘系平台 MAU、AAC 对比



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

注: MAU=月活跃用户; AAC=年活跃买家

图 6: 拼多多年人均开销及增速



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

1P 业务以及多多买菜的投入一定程度上影响了公司的盈利能力。2020 全年/Q4 单季, 公司分别实现 1P 商品销售收入 57.51 亿元/ 53.58 亿元。这主要是公司为填补平台上缺失的产品而自行寻找供应商进行生产, 以暂时满足客户的需求, 公司目前没有大力发展 1P 业务的计划。倘若我们假设 Q4 在线商城服务毛利率与 Q3 持平, 则可大致估算出 1P 业务毛利率约为-17%。我们认为 1P 业务和社区团购一定程度上影响力本季度的盈利能力, 且该影响未来还会从持续一段时间。

拼多多早已是我国电商行业的重要存在, 但未来的“品牌化进程”道阻且长。

目前拼多多平台的品牌化程度仍有所欠缺, 而品牌是消费领域里的关键环节。消费领域中利润空间最大的环节是品牌, 品牌商的利润率通常高于制造商和经销商, 这意味着品牌能给平台带来更高的货币化率。但不论是进驻拼多多的品牌商数量, 还是已进驻品牌的定位, 拼多多都明显落后于天猫和京东。

电商平台的“品牌化”，主要通过两条路：①吸引品牌方进驻；②在体系内培养自己的品牌。但二者均需要较长时间。①我们认为要让大品牌进驻，平台一方面要掌控足够多的目标客户（如对于高端品牌，就是高净值客户），另一方面要为品牌方提供足够强的管控工具（以防经销商打乱价格体系）。而拼多多在这两点上，都还需要较长的时间迭代进化。②而倘若培养自己的品牌（如丝飘纸巾等），则可能需要更长时间来积累认知。

建议关注：京东集团，阿里巴巴，拼多多，贝泰妮，上海家化，华熙生物等。

## 2. 本周发布报告

### 【社零数据】1-2月社零同比+33.8%，较2019同期+6.4%

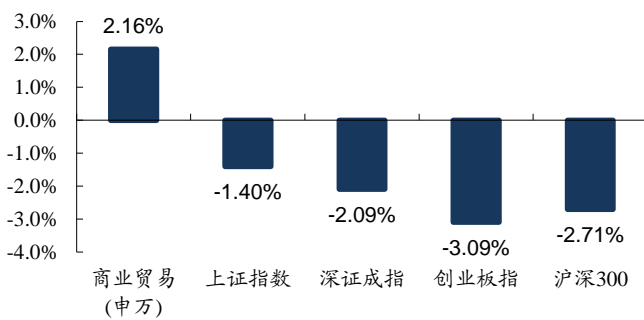
2021年1-2月我国社会零售总额为6.98万亿元，同比增长33.8%，较2019年1-2月增长6.4%。网上商品零售额为1.44万亿元，同比+30.6%，推算较2019年同期增长32%；推算线下零售额为5.53万亿元，同比+35.3%，推算较2019年同期增长0.3%；实物商品网上零售额占社零之比为20.7%，同比-0.8pct，较2019年同期增长4.2pct。分品类看，化妆品、珠宝等可选消费表现亮眼，异地网购年货推动食品饮料日用品消费升温。

## 3. 本周行情回顾

本周（3月15日至19日），申万商业贸易指数涨跌幅2.16%，上证综指-1.40%，深证成指-2.09%，创业板指-3.09%，沪深300指数-2.71%。

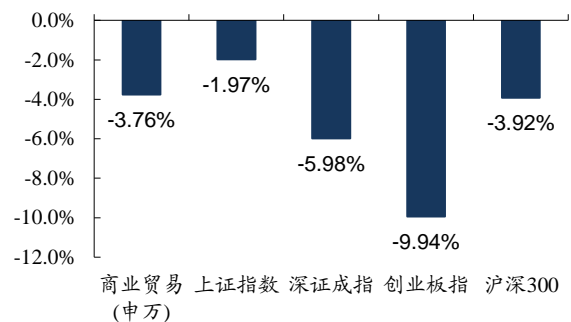
年初至今，申万商业贸易指数涨跌幅-3.76%，上证综指-1.97%，深证成指-5.98%，创业板指-9.94%，沪深300指数-3.92%。

图7：本周各指数涨跌幅



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图8：年初至今各指数涨跌幅



数据来源：Wind，东吴证券研究所

#### 4. 本周行业重点公告

##### 【丽人丽妆】(605136.SH) 3月17日发布2020年年度报告。

公司2020年营业收入459979.64万元(同比18.72%)，归属于上市公司股东的净利润33948.05万元(同比18.70%)。经营活动产生的现金流量净额17524.21万元(同比-20.52%)，每股收益0.92(元/股)

##### 【新华百货】(600785.SH) 3月17日发布2020年年度报告

公司2020年营业收入569,413.71万元(同比-25.74%)，毛利率24.98%。归属于上市公司股东的净利润4328.62万元(同比-76.23%)。经营活动产生的现金流量净额41303.41万元(同比135.13%)，每股收益0.19(元/股)

##### 【李宁】(2331.HK) 3月19日发布2020年全年业绩公告。

截止到2020年12月31日，李宁全年营收144.57亿人民币，毛利70.94亿元，权益持有人应占净利润上升约13.3%，净利率由10.8%提高至11.7%。通过持续改善经营，在一定程度上降低COVID-19的负面影响。

##### 【大商股份】(600694.SH) 3月18日发布关于以集中竞价交易方式回购股份的回购报告书。

本次回购资金总额不低于人民币1亿元(含)，不超过人民币2亿元(含)，回购价格不超过人民币28元/股，回购期限为自董事会审议通过本次回购相关方案之日起3个月内，本次回购股份的资金来源为公司自有资金，公司董监高、控股股东、实际控制人在未来3个月、6个月内不存在减持公司股份的计划

#### 5. 本周行业重点新闻

##### 国家统计局发布2021年1—2月份全国社会消费品零售总额数据

品观网3月15日讯，国家统计局发布数据显示，2021年1—2月份，我国社会消费品零售总额达69737亿元，同比增长33.8%，比2019年1—2月份增长6.4%。其中，限额以上化妆品类零售额达558亿元，同比增长40.7%，跑赢社会消费品零售总额增长大盘。比去年同期增长了23.7%。

##### 智能小家电企业杭州乐秀电子已完成亿元级A轮融资

青眼3月15日讯，智能小家电企业杭州乐秀电子已完成亿元级A轮融资，本轮由毅达资本领投，玖玖资本、元创资本跟投。凌波资本与凡卓资本担任本轮财务顾问。据乐秀CEO喻金明介绍，本轮资金将主要用于产品研发投入等方面。杭州乐秀电子旗下三大业务包括：自有品牌ZHIBAI直白、ODM(设计制造)业务、米家品牌业务。其中，

自有品牌“直白”聚焦女性个人护理场景，以美发护理类产品为主。

### 拼多多创始人黄峥辞任

36氪3月17日讯，拼多多创始人黄峥发布2021年度致股东信，宣布经董事会批准后将董事长职位交棒给现任CEO陈磊。在不再担任董事长和拼多多管理职位后，同时黄峥1:10的超级投票权也将失效，名下股份的投票权将委托拼多多董事会以投票的方式来进行决策。黄峥明确承诺，个人名下的股票在未来3年内继续锁定。

### 跨境电商平台洋码头宣布上线奢品官方直营业务

速途网3月17日讯，跨境电商平台洋码头宣布上线奢品官方直营业务，并签约优质买手，与其深度绑定。据介绍，对于“奢品直营”的商品，用户消费可享受1V1管家服务、新款预留、专业鉴别、无忧退货、极速退款等服务；对于签约买手，将为其提供资金、商品、客户、售后等全方面支持。

### 《关于进一步规范大学生互联网消费贷款监督管理工作的通知》下发，校园“套路贷”将被遏制

人民网3月19日讯，银保监会办公厅、中央网信办秘书局、教育部办公厅、公安部办公厅、人民银行办公厅联合印发《关于进一步规范大学生互联网消费贷款监督管理工作的通知》，明确要求，小额贷款公司不得向大学生发放互联网消费贷款，未经监管部门批准设立的机构一律不得为大学生提供信贷服务等。

### 中国银联在全国多地推出一系列惠民促消费活动，发放消费券等激发消费热情

上证报中国证券网3月19日讯，近期，中国银联在全国多地推出一系列惠民促消费活动，通过发放消费券等惠民举措助力激发消费热情，为各地消费回补和消费潜力进一步释放注入新活力。“2021秦乐购”陕西消费促进年活动在陕西全省同步启动。中国银联面向消费者先期投入2000万元，大连近期亦启动“2021大连春季促消费”活动，面向消费者发放3000万元惠民消费券。

## 6. 行业公司估值表

表1: 公司估值表 (基于2021年3月19日收盘价)

代码	简称	总市值 (亿元)	收盘价 (元/股)	EPS			PE			投资 评级
				19A	20E	21E	19A	20E	21E	
电商&供应链品牌化										
9988.HK	阿里巴巴	42,293	234.60	7.10	7.00	8.50	28	28	23	买入
9618.HK	京东集团*	8,581	326.40	5.38	6.71	9.64	51	41	28	买入
PDD.O	拼多多*	11,303	141.80	-1.50	-0.10	2.20	-95	-1,418	64	买入
603613.SH	国联股份	333	140.50	1.32	1.27	2.20	106	111	64	买入

300866.SZ	安克创新	547	134.50	1.97	2.35	3.21	68	57	42	买入
002127.SZ	南极电商	234	9.54	0.49	0.63	0.78	19	15	12	买入
MNSO.N	名创优品	468	23.67	-0.26	0.61	1.06	-91	39	22	增持
<b>超市</b>										
601933.SH	永辉超市	657	6.90	0.16	0.25	0.32	43	28	22	未覆盖
603708.SH	家家悦	135	22.17	0.75	0.88	1.06	30	25	21	未覆盖
002697.SZ	红旗连锁	82	6.05	0.38	0.41	0.49	16	15	12	未覆盖
002251.SZ	步步高	69	8.02	0.20	0.26	0.35	40	30	23	未覆盖
<b>化妆品&amp;医美</b>										
603605.SH	珀莱雅	310	154.00	1.96	2.37	2.98	79	65	52	增持
603983.SH	丸美股份	208	51.73	1.37	1.33	1.53	38	39	34	增持
600315.SH	上海家化*	324	47.80	0.63	0.69	1.09	76	69	44	买入
688363.SH	华熙生物	719	149.80	1.34	1.41	1.91	112	106	78	买入
300896.SZ	爱美客*	956	441.83	3.66	5.76	8.16	121	77	54	买入
300740.SZ	御家汇	101	24.50	0.07	0.34	0.55	350	71	45	未覆盖
300132.SZ	青松股份	114	21.98	0.96	1.09	1.28	23	20	17	买入
300792.SZ	壹网壹创	133	91.90	3.37	2.39	3.42	27	38	27	增持
605136.SH	丽人丽妆	119	29.56	0.92	0.99	1.18	32	30	25	未覆盖
<b>服饰&amp;其他专业连锁</b>										
3998.HK	波司登	324	3.57	0.11	0.13	0.16	27	23	19	买入
2331.HK	李宁*	992	47.45	0.62	0.85	1.08	64	47	37	未覆盖
2020.HK	安踏体育	2,734	120.40	1.99	1.94	2.84	51	52	36	未覆盖
600398.SH	海澜之家	308	7.12	0.72	0.47	0.70	10	15	10	未覆盖
002563.SZ	森马服饰	272	10.09	0.58	0.00	0.57	17	34	18	未覆盖
603587.SH	地素时尚	92	19.20	1.56	1.37	1.58	12	14	12	未覆盖
002867.SZ	周大生	242	33.15	1.37	1.37	1.79	24	24	19	买入
600612.SH	老凤祥	276	52.67	2.69	0.00	3.41	20	6	15	未覆盖
603214.SH	爱婴室	28	19.95	1.10	0.90	1.22	18	22	16	未覆盖

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

注 1: 表中加粗部分 EPS 预测为东吴证券研究所预测; 未加粗部分 EPS 预测采用 Wind 一致预期;

注 2: 收盘价为原始货币, 市值为人民币, 港币: 人民币=0.84:1, 美元: 人民币=6.50:1;

注 3: 阿里巴巴、波司登财期 0331, 名创优品财期 0630, 表中 2019A 对应 FY2020A

注 4: 标\*为已发布 2020 业绩的公司 (如京东集团、拼多多等) 表中 19A/ 20E/ 21E 对应 20A/ 21E/ 22E。

## 7. 风险提示

行业竞争加剧, 产品质量问题, 疫情及宏观经济波动风险等。

## 免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，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、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

## 东吴证券投资评级标准：

### 公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

### 行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

