

拼多多(PDD.O)

报告日期: 2022年03月08日

Q4 业绩前瞻: 社区团购初现王者气象

——拼多多点评报告

✍️ : 谢晨 执业证书编号: S1230521070004
☎️ : 陈磊 执业证书编号: S1230521090002
✉️ : xiechen@stocke.com.cn

报告导读

我们预期,拼多多 Q4 实现 Non-GAAP 下净利润 26.8 亿,同比扭亏为盈,环比下降 14.9%。我们认为,未来一年,社区团购业务将显著性获取市场份额,并且保持 UE 亏损稳中有降。电商业务利润会超预期浮现。我们用分部估值法得出公司价值约 777 亿美元,对应股价 62.00 美元,给予“买入”评级。

投资要点

- 我们预期,拼多多 Q4 实现收入 282 亿,同比增长 6%,若扣除 1P 业务,实现收入 279 亿,同比增长 32%。实现 Non-GAAP 下净利润 26.8 亿,同比扭亏为盈,环比下降 14.9%。
- 我们判断,在未来一年,拼多多社区团购业务将显著性的获取市场份额,并且保持 UE 亏损稳中有降。我们预期,22 年拼多多的社区团购业务将实现约 1600 亿 GMV,同比增长约 80%,UE 亏损将从 Q3 的-10%左右降到-5%左右。而主要竞争对手美团,在巨大的 UE 压力之下,将走向边际的战略收缩。这种此消彼长,将促使拼多多的市场份额由 30%左右提升到 40%左右。这主要来自于拼多多社区团购业务和电商的有效协同,可以降低零售环节的成本和损耗。
- 我们判断,电商业务已经度过高速成长期,未来 GMV 增速中枢将显著下移,或低于市场预期,但利润会超预期的快速浮现。

我们预期,拼多多 Q4 GMV 将达到 6300 亿,同比上升约 16%。同时,Online Marketing Service 货币化率达到 3.6%,同比上升 0.1pct,环比上升 0.2pct,主要来自于百亿补贴商品的占比提升和其它高单价商品占比的上升。

我们预期拼多多的 OPEX 占收入比重略有下降,但来自于电商业务的大幅下降,来自于社区团购业务的大幅上升。综合来看,电商业务的利润将超预期的浮现。

总体而言,我们判断电商业务收入增速低于预期、利润增速高于预期的主要原因包括:

- 拼多多的电商业务,在经历了品牌化转型低于预期、利润导向下战略向阿里趋同、抖音快手电商崛起之后,公司的电商战略已经出现巨大变化。
- 抖音快手的电商业务,战略聚焦在品牌商品,拼多多所擅长的白牌商品受到的冲击会更小,这保障了公司货币化率提升、OPEX 削减的能力。

- 我们按照分部估值法,测算拼多多电商业务价值 4050 亿,社区团购业务价值 860 亿,4910 亿人民币,约合 777 亿美金,对应股价 62.00 美金,给予“买入”评级。我们认为后续的催化剂可能是社区团购业务竞争对手的战略调整。
- 风险因素:竞争对手(尤其是阿里)在社区团购业务的战略投入、抖音快手直播电商业务对白牌的冲击高于预期。

评级

买入

上次评级	首次评级
当前价格	38.61 美元



货币单位

人民币(如无特殊说明)

相关报告

报告撰写人: 谢晨
联系人: 陈磊

财务摘要

(百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
主营收入	59,492	94,929	111,958	125,516
(+/-)	97.4%	59.6%	17.9%	12.1%
净利润 (Non-GAAP)	-2,965	8,067	15,117	18,935
(+/-)	30.5%	372.1%	87.4%	25.3%
P/E	-103.00	37.86	20.20	16.13

正文目录

1. 预期 Q4 利润环比下滑，主要源于社区团购业务增长	4
2. 社区团购业务有望扩大份额，22 年达 40%左右	4
2.1. 社区团购行业依然有巨大增长空间	4
2.2. 拼多多商业模式有显著优势	4
2.2.1. 拼多多的亏损压力显著低于美团	4
2.2.2. 拼多多的商业模式具有显著优势	4
2.2.3. 如何看待美团的品质优势、管理优势？如何看待美团年货节的良好反响？	5
2.3. 我们看好拼多多的市占率提升 10 pct，至 40%左右	6
2.3.1. 2021 年，拼多多市占率在 30%左右，预计在 2022 年将提升至 40%左右	6
3. 电商业务继续释放利润，22 年或达约 270 亿	7
3.1. 电商业务空间触顶	7
3.1.1. 渗透率提升空间已经不大	7
3.1.2. 直播电商竞争压缩想象空间	7
3.2. 电商业务将在 Q4 实现 60 亿利润，22 年或达 270 亿左右	7
4. 估值与投资建议	8
5. 风险提示	8

图表目录

图 1: 美团交易用户数在 2021Q1 因社区团购业务显著提升	5
图 2: 拼多多活跃买家数（百万，12 个月滚动）	5
表 1: 2022 年公司社区团购 GMV 月度推算	7
表附录: 三大报表预测值	9

1. 预期 Q4 利润环比下滑，主要源于社区团购业务增长

我们预期，拼多多 Q4 实现收入 282 亿，同比增长 6%，若扣除 1P 业务，实现收入 279 亿，同比增长 32%，环比增长 43%。其低于 Bloomberg 一致预期 6.3%，我们判断，主要源于我们认为公司更加坚定的对电商业务进行了战略调整，从收入增长阶段过渡到利润变现阶段。

我们预期，Non-GAAP 下公司将实现净利润 26.8 亿，同比扭亏为盈，环比下降 14.9%，低于 Bloomberg 一致预期 11.9%，主要原因在于我们认为亏损的社区团购业务收入可能超预期，但被电商业务成本、费用控制的超预期部分抵消。

2. 社区团购业务有望扩大份额，22 年达 40%左右

2.1. 社区团购行业依然有巨大增长空间

我们认为，社区团购业务将依然有巨大的成长空间。根据腾讯智慧零售垂直行业生态总经理何迪的测算，社区团购行业在 2021 年的 GMV 规模约 3000 亿。我们测算，2022 或达到约 4500 亿，同比增长约 50%，其中件单价增长贡献 30%，件量增长贡献约 15%。主要驱动力如下：

1、售价端：部分品类还有提价空间，尤其是在下沉市场，传统商超效率较低，价格明显高于社区团购，故提升空间较为确定。我们认为，价格端的增长将是社区团购未来几年的核心驱动力。

2、品类端：生鲜品类受制于分拨效率，短期渗透率提升空间有限。非生鲜品类目前主要是日化类用品，渗透率提升主要依靠用户对平台的信任度的逐渐提升。我们判断，品类售价的提高和品类结构的变化两点，将带动社区团购的件均价从 8 元提升 10.5 元，贡献约 30% 市场增量。

3、用户端：1、渗透率的自然增长；2、拼多多、美团、阿里等领先者的增长战略转向下沉市场，有望带来新客户。3、复购频次的提高，主要依赖履约系统的完善，带来更良好的体验。我们判断，22 年件量有望增长约 15%-20%。

2.2. 拼多多商业模式有显著优势

我们认为拼多多的电商生态将会带来三大优势：1、流量优势；2、采购优势；3、战略地位优势。这将使得拼多多的商业模式更加优秀，带动市占率上行。

2.2.1. 拼多多的亏损压力显著低于美团

根据我们对 21Q3 两家公司财报的分析和估算，在单量差距有限的情况下，拼多多的亏损要少很多。我们测算，21Q3，拼多多的亏损约 30 亿，美团的亏损约 70 亿。这体现出了拼多多在社区团购业务上的差异化，带来巨大的成本优势。

2.2.2. 拼多多的商业模式具有显著优势

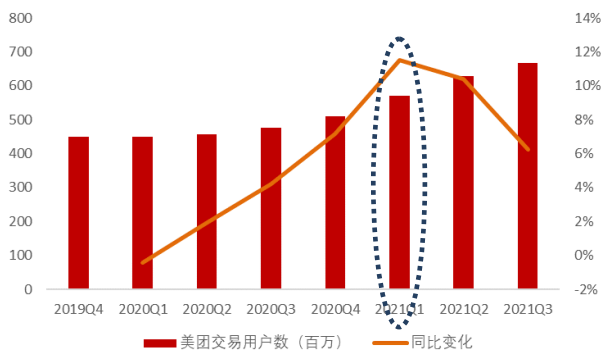
我们认为，拼多多成本费用优势来自于它的商业模式优势，这将助力拼多多在 2022 年的份额扩大。主要商业模式优势如下：

1. 流量优势：节省营销费用和团长佣金

拼多多有大量的主站流量，与社区团购用户重合。而美团的流量相对较少，且与社区团购用户重合度低。根据 QuestMobile 数据，22 年 1 月，拼多多 DAU 约 3.60 亿，美团、大众点评、美团外卖三个 APP 合计 DAU 约 1.16 亿。更进一步，拼多多主要流量来自于用户购买低价、白牌商品的需求，与社区团购“更省钱、更耗时间”的定位较为一致。而美团主要流量来自于外卖需求，但外卖需求的本质是用户花钱购买配送员的劳动，而社区团购在履约端效率差异化的本质在于用户通过劳动，节省了履约费用。这种矛盾使得美团的流量对社区团购增益较小。

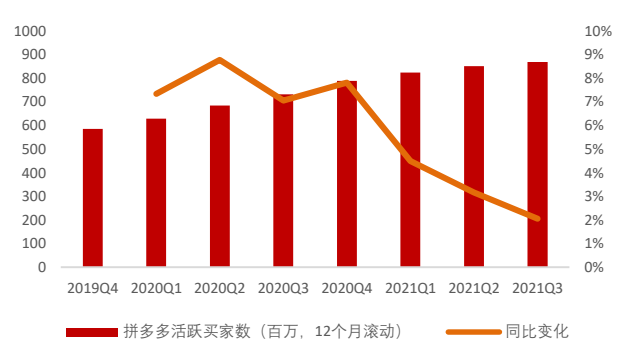
我们看到，在进军社区团购业务后，拼多多的用户保持稳定，而美团的用户出现了大幅增长，这从另一个角度表明了美团原有业务和社区团购的用户差异。

图 1：美团交易用户数在 2021Q1 因社区团购业务显著提升



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图 2：拼多多活跃买家数（百万，12 个月滚动）



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

在流量优势的加持下，拼多多获得了巨大的成本优势。第一，拼多多需要的买量成本更少，而美团需要投入大量的销售费用；第二，拼多多的流量相对不依赖于团长，给团长的佣金更少。我们了解到，由于拼多多主站的流量优势，若以流量来源来划分 GMV，拼多多的大部分 GMV 来自于 APP 端，而美团则有大量 GMV 来自于微信群、小程序。这造成了而美团在运营中更加依赖团长，给团长的佣金率必须更多。根据网易科技，21 年 7 月，在长沙，拼多多团长佣金比例已经下降到 3-4%，而美团等平台依然维持在 10% 左右。虽然我们判断美团等平台的佣金率之后会跟进下调，但依然会高于拼多多的团长佣金率。

2. 采购优势：对非生鲜商品的采购价格更低

拼多多的主站电商生态，有助于压低对非生鲜商品的采购价。第一，采购的时候，可以通过和主站的一揽子合作压低价格。第二，对电商市场的理解，对经销商的长期稳定合作，使得拼多多可以拿到很多另类渠道的低价货品。

3. 战略地位优势：社区团购可为主站引流，降低盈利压力

拼多多的社区团购业务，可以为主站引流，提高用户的主站购买频次，因此战略上盈利压力较小。反观美团，社区团购用户与主站有较大差异，难以形成战略协同。长期而言，社区团购的盈利压力更大。

2.2.3. 如何看待美团的品质优势、管理优势？如何看待美团年货节的良好反响？

我们与市场对美团的竞争优势的分歧，主要有三点：第一，市场认为美团有品质优势，尤其是生鲜品类，品相普遍更好。但我们认为，对于下沉市场，便宜才是用户核心需求。第二，市场认为美团的组织能力更强，管理优势显著，但我们认为，组织能力的

主要红利期在市场开拓期，越到后期越薄弱。第三，市场认为美团在年货节实现了优势，并以此推断拼多多和美团不会形成明显差距。

1. 美团品质优势，不是下沉市场的核心需求

我们认为，对于下沉市场，便宜才是核心需求。实际上，因为拼多多有更高的流通效率，要提价+提品质并不难，选择这样的品质和价格，是权衡利弊后的战略考量，而非无法提升品质的无奈之举。反观美团，受制于多项效率瓶颈，反而更像是被迫的差异化战略。

2. 美团的组织优势，红利期已经过去

在社区团购战争爆发之初，美团组织优势非常显著，但现在已经并不明显。通常而言，在业务的初期，由于团队面临的都是陌生的、无相关经验的问题，强大的组织能力具有巨大的价值。但等到业务逐渐定型，形成大量标准化流程之后，组织能力的作用已经开始下降。在社区团购行业也是一样，美团拥有丰富的线下组织管理经验，在早期发挥了重要作用。但随着新开城市的进程告一段落，美团的组织优势开始逐渐下降。况且，拼多多作为一个在短短几年内高速发展起来的电商平台，组织能力、学习能力也都是非常强大的，和美团的差距并非不可弥补。

3. 美团在年货节期间的优势，难以维持

我们观察到，美团在年货节期间单量确实更多，但我们认为这一优势难以维持，因为下沉市场的核心竞争优势永远是价格。

根据《六哥调研》，在22年春节期间，美团件均价对比12月，增长了30%，日单量也增长20%，反超了拼多多。我们认为，美团年货节期间单量更多的主要原因包括两点：1、美团为年货节做的准备更加充分；2、大量一二线城市返乡人群向家人推荐了美团，增加了APP打开率。

但我们认为，美团这一优势难以持续到年后。因为对于下沉市场而言，价格永远是最为核心的竞争力。社区团购所面临的是一群价格极为敏感、多渠道比价极为频繁的消费者，只有提升效率，做低价格才是长期取胜之道。

2.3. 我们看好拼多多的市占率提升 10 pct，至 40%左右

受益于拼多多的竞争优势，我们判断美团的策略会趋向于保守，这将导致拼多多的市占率显著提升。我们测算，拼多多市占率将在2022年达到40%左右，同比提升约10pct。

2.3.1. 2021年，拼多多市占率在30%左右，预计在2022年将提升至40%左右

我们测算，拼多多在2021年GMV在1000亿左右，对应市场份额约35%；预计2022年GMV可达1700亿左右，按照4500亿的行业规模测算，市占率达38%。

表 1：2022 年公司社区团购 GMV 月度推算

日期	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月
日/季均单量 (百万)	39.0	38.0	42.0	44.0	41.0	39.0	39.0	39.0	44.0	47.0	49.0	52.0
单价	10.0	10.2	11.0	11.1	11.1	10.5	10.5	10.6	11.0	11.6	11.8	12.0
有效天数	31	28	31	30	31	30	31	31	30	31	30	31
月度 GMV (亿)	121	109	143	147	141	123	127	128	145	169	173	193

资料来源：浙商证券研究所

3. 电商业务继续释放利润，22 年或达约 270 亿

我们测算，拼多多 2022 年电商业务利润达约 270 亿，但未来 GMV 增速中枢将持续下移。做出这一判断的依据在于，我们认为由于拼多多电商业务已经触顶，故做出了重大的战略转变，变现率将持续提高，而营销投入将超预期的持续降低，从而带动利润的释放。具体而言，我们测算，拼多多 Q4 将实现约 6300 亿 GMV，同比增长 16%，略低于市场预期；实现 Online Marketing Service 收入 227 亿，同比增长 20%，对应 3.6% 货币化率，同比增长 0.1pct。由于 OPEX，尤其是 S&M Expenses 的下降，电商业务将实现利润约 60 亿，同比扭亏，环比增长约 5%-10%，高于市场预期。

3.1. 电商业务空间触顶

我们认为，拼多多战略电商业务空间已经不大，主要源于：1、拼多多用户端渗透率已经非常高。2、来自直播电商的竞争，压缩了想象空间。

3.1.1. 渗透率提升空间已经不大

根据 21Q3 财报，拼多多的月活用户数达到 7.4 亿。根据 CNNIC 的统计，2021 年 12 月，中国网民数量约 10.3 亿。以此计算空间约 40%。考虑大量家庭有多位网民，却不需要多个拼多多账号，空间则更加有限。

3.1.2. 直播电商竞争压缩想象空间

以抖音、快手为代表的直播电商发展迅猛，对拼多多形成了一定的竞争压力。但同时，我们判断，随着抖音、快手的战略重点都走向品牌商品，这一竞争压力将边际下降。

首先，直播电商近期增速迅猛，根据快手财报数据，2021Q1-Q3 实现电商 GMV 4398 亿元，同比增长 115%。抖音没有披露数据，但从主播数量、品牌入驻数量来看，我们认为 GMV 绝对值、增速均大概率超过快手。

但同时，我们看到，抖音快手战略倾向于品牌，对长于白牌商品的拼多多的竞争压力在边际下降。虽然在早期阶段，快手、抖音的 GMV 中，白牌商品占比都较大，但是由于品牌商品可获取的利润更高，两家战略都在走向品牌。如快手的战略之一就是“大搞品牌”，抖音也将品牌店播作为核心战略方向。

3.2. 电商业务将在 Q4 实现 60 亿利润，22 年或达 270 亿左右

我们测算，拼多多 Q4 电商业务将实现约 6300 亿 GMV，同比增长 16%，略低于市场预期；实现 Online Marketing Service 收入 227 亿，同比增长 20%，对应 3.6% 货币化率，同比增长 0.1pct，同比增长主要来源于广告位数量的释放；实现 Transaction Service 收入（此处不包含社区团购带来的收入）33.5 亿，同比增长 48%，对应变现率 0.53%，同比增

长 0.11pct，同比增长主要来自于百亿补贴商品的抽佣。以上两项收入均与市场预期大致持平。同时我们预期，由于 OPEX，尤其是 S&M Expenses 的下降，电商业务将实现利润约 60 亿，同比扭亏，环比增长约 5%-10%，高于市场预期。

我们测算，电商业务 22 年实现 2.47 万亿 GMV，同比增长 13%。实现电商业务带来的 Online Marketing Service 和 Transaction Service 收入 947 亿，同比增长 27%，再加上来自电商的 OPEX 占电商收入比下降，尤其是来自电商的 S&M 占电商收入比的下降，利润或达 270 亿左右。

我们测算，公司 2022 年 Non-GAAP 利润达 151 亿，其中电商业务约实现利润 270 亿，社区团购业务亏损 150 亿（直接加总后利润仅 120 亿，是因为公司所得税有一定的抵税效应）。

4. 估值与投资建议

我们按照分部估值法进行估值：1、电商业务：参考阿里、京东的估值，给予成熟业务电商 15 倍估值，则市值 $270 \times 15 \approx 4050$ 亿。2、社区团购业务：给予 22 年 GMV 0.5 倍估值，则市值 $1720 \times 0.5 \approx 860$ 亿。两者合计 4910 亿人民币，约合 777 亿美金，对应股价为 62.00 美元，较当前股价有 60.6% 空间。给予“买入”评级，对应当前股价上升空间约 50%。我们看好公司社区团购业务的市占率提升及电商业务的利润释放，后续或有的催化剂是竞争对手对社区团购业务的战略调整，转向保守。

5. 风险提示

我们认为，公司未来的主要风险包括：

1、竞争对手（尤其是阿里）在社区团购业务的战略投入：阿里或其它竞争对手对社区团购的投入可能会拖累行业 UE、净利润转正的周期，且阿里的核心模式在于利用菜鸟驿站作为团点体系，利用大润发等线下零售整合供应链，在一二线城市有一定竞争力；

2、抖音快手直播电商业务对白牌的冲击高于预期：虽然抖音、快手的电商战略意图都是以品牌为核心，但如果品牌战略不利，也有可能将超预期的流量给予白牌。尤其对于快手而言，用户偏下沉，主播为核心的私域流量体系也为品牌商品的分发形成了挑战。

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 +20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 +10% ~ +20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 +10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，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，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 25 层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街 8 号富华大厦 E 座 4 层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心 33 层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>