

拼多多(PDD.US)：洞察崛起密码，探究价值几何

分析师
Franky Lau
SFC CE Ref: BRQ041
Frankyliu@futu hk.com

联系人
Charlotte Tan
chancychen@futunn.com

Frank Yuan
frankyuan@futunn.com

2022年08月01日



核心观点

行业角度：

- **互联网监管政策屡放积极信号，行业政策风险有望得到释放。** 电商行业进入有序竞争阶段，以往各平台间价格战、强制商户“二选一”等不正当的竞争行为得到改善，用户线上体验优化。
- **线上消费仍有增长空间。** 中国社会消费品零售总额与网上实物商品和服务零售额长期稳步提升，中短期疫情传播担忧刺激消费者线上购物行为，线上销售增长预计继续超过线下增长。
- **传统电商平台面临挑战。** 头部电商基本完成用户覆盖，流量红利趋缓，新业态例如直播电商异军突起抢占市场份额。
- **电商核心指标。** GMV与货币化率，GMV决定平台变现规模，货币化率体现平台变现能力。

公司角度：

- **公司崛起核心逻辑。** 有效链接低端供应链与低消费需求，以高性价比产品填补低端市场空缺；不断推进的城镇化进程、累计的人口红利与相对完善的基础设施为拼多多提供沃土；而低价与社交不是成功的根本原因而是重要战略和运营服务表现形式。
- **推测盈利能力改善逻辑。** 收入端，GMV与货币化率仍有提升空间；费用端，三费边际下降，降本增效释放利润。

投资价值：

- **盈利预测：** 预计公司2022至2024年营业收入与净利润(Non-GAAP)分别为1,121亿元/1,444亿元/1,727亿，188.36亿元/268.55亿元/359.31亿元；首次覆盖给与中性目标价格50.75美元，中短期内增长空间有限。
- **风险提示：** 宏观经济下行，影响居民消费意愿及消费能力，商家投放广告需求下降，拼多多货币化率与GMV增速不及预期，从而影响公司营收增长；互联网监管政策变动风险；美股退市风险；市场竞争加剧；百亿补贴对于提升客单价、提高用户粘性效果有限；商品品牌化与高端化不及预期；农业投入持续扩大、多多买菜业务进展不及预期影响公司利润率等。

目录

一、行业现状与竞争格局

二、拼多多成长史：公司崛起核心逻辑与商业模式

三、拼多多未来展望：盈利能力改善逻辑

四、盈利预测与风险提示

互联网监管政策屡放积极信号，行业政策风险有望得到释放

国内监管逐步进入收尾阶段，行业最大的不确定性有望缓解

- 自2020年起，针对互联网企业一系列监管逐步落地。

表：近期互联网监管政策

案例	
反不正当竞争	<p>(1) 打击二选一：阿里被罚182亿元，美团被罚34亿元。</p> <p>(2) 叫停价格战：市场监管总局提出“九不得”规范社区团购。</p> <p>(3) 外链互通：微信允许淘系和字节系在个人会话中分享链接。</p>
防无序扩张	<p>(1) 蚂蚁金服上市中止：多部门约谈蚂蚁集团，后蚂蚁集团重组。</p> <p>(2) 巨头减持生态内公司：腾讯大额减持京东。</p>
保劳动权益	<p>保障外卖骑手和商家权益：美团调整商户佣金“一刀切”政策，并将骑手日常的3元商业保险费改为平台支付。</p>

- 2022年起，不断释放利好政策，支持平台经济健康发展；主要包括 3.16、4.29和 5.17 的三次重要会议讲话。

(1) 3月16日，**国务院金融稳定发展委员会**召开专题会议，会议中强调，有关部门要切实承担起自身职责，积极出台对市场有利的政策，慎重出台收缩性政策。对应细节：“关于平台经济治理，有关部门要按照市场化、法治化、国际化的方针完善既定方案，坚持稳中求进，通过规范、透明、可预期的监管，稳妥推进并尽快完成大型平台公司整改工作，红灯、绿灯都要设置好，促进平台经济平稳健康发展，提高国际竞争力。”

(2) 4月29日，**中共中央政治局**召开会议。会议指出：要促进平台经济健康发展，完成平台经济专项整改，实施常态化监管，出台支持平台经济规范健康发展的具体措施。

(3) 5月17日，**全国政协**召开“推动数字经济持续健康发展”专题协商会。国务院副总理刘鹤指出，要努力适应数字经济带来的全方位变革，打好关键核心技术攻坚战，支持平台经济、民营经济持续健康发展，处理好政府和市场关系，支持数字企业在国内外资本市场上市，以开放促竞争，以竞争促创新。

线上消费仍有增长空间：稳增长政策支持，消费需求有望复苏

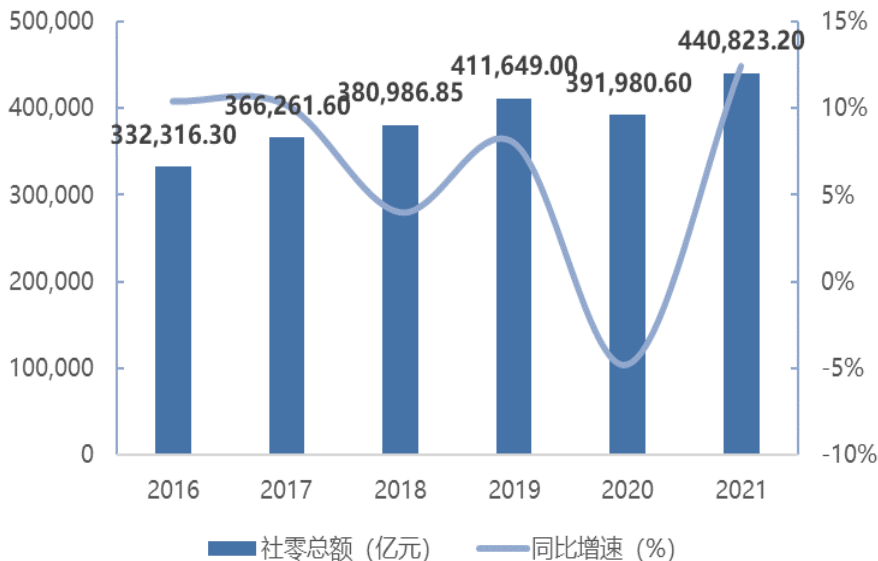
中国社会消费品零售总额与网上实物商品和服务零售额稳步提升，长期呈现稳定增长态势

• 过去5年，中国社会消费品零售总额与全国网上零售额稳步增长。2016年到2021年，社零在5年间增长了32.6%，复合增长率为5.81%。其中：

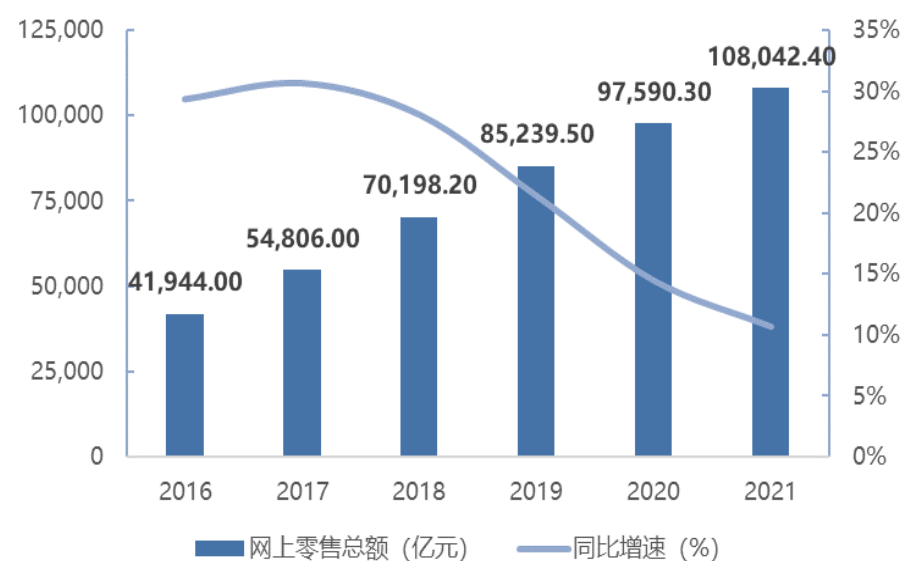
(1) 受疫情冲击，2020年社零总额为391981亿元，同比下降3.9%；值得注意的是，居家消费需求明显增长线上消费加快发展。全国网上零售额比上年增长10.9%，增速比前三季度加快1.2个百分点。

(2) 根据彭博预期，2022年中国线上消费品支出的增速或将首次低于10%。根据最新可用数据，同比增速已经从2020年前11个月的13%放缓至2021年1-12月的12%；假设疫情传播担忧刺激消费者线上购物行为，线上销售增长仍可能超过线下增长。

图：中国社会消费品零售总额



图：网上零售额

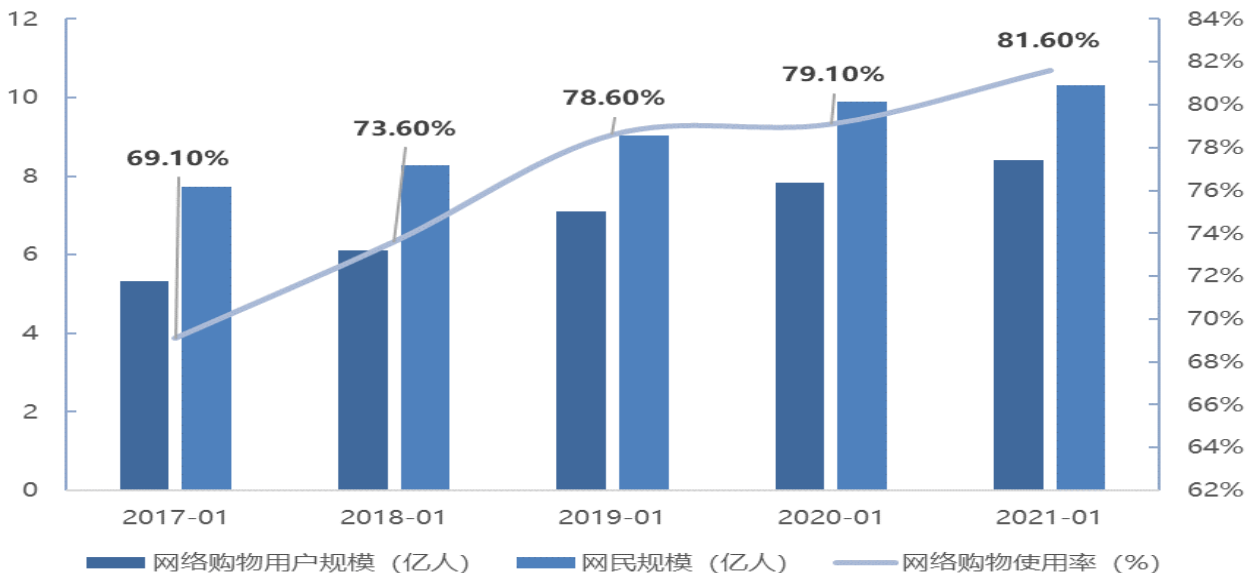


线上消费仍有增长空间：移动互联网普及、监管审查提升用户体验、疫情催生激发线上需求

线上体验优化

- **监管审查提升线上用户体验，有助于消费者继续向线上化转移，居民互联网使用量的上升。**互联网运营新规，有助于加强线上商品和服务的数据隐私及真实性。在新规调整中，有一项是由政府主导解除平台间之间的链接屏蔽规定。以2020年上半年与2019年同期居民总上网时长相比，居民互联网使用量的上升。据中国互联网络信息中心的数据，中国2021年上半年的互联网使用量达到2020年新冠疫情期间峰值的98%，截至2020年12月31日的使用量为峰值的93%。
- **智能手机渗透率不断提升与移动支付迅速发展推动网络购物增长呈态势，网络购物用户规模及使用率提升。**据第49次《中国互联网络发展状况统计报告》数据，截至2021年12月，我国网民规模达10.32亿，互联网普及率达73.0%；截至2021年12月，我国网络购物用户规模达8.42亿，较2020年12月增长5968万，占网民整体的81.6%。

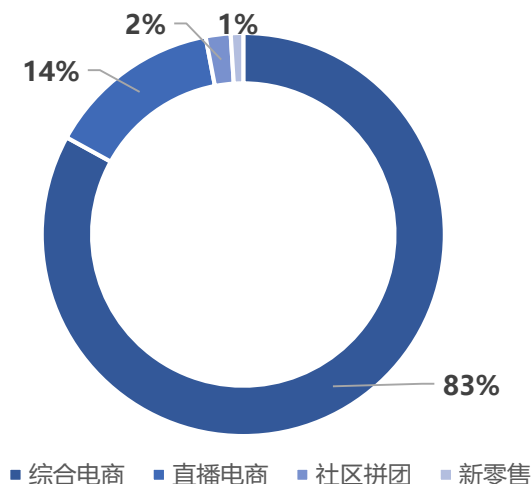
图：2017年-2021年网络购物用户规模及使用率



传统电商平台面临挑战：头部电商基本完成用户覆盖，流量红利趋缓；直播电商异军突起抢占市场份额

- 用户流量见顶，流量红利趋缓。** 电商行业流量理论上限是中国网民整体数量，网购用户规模与网民规模的差值即为流量到用户的潜在新增规模。根据Questmobile数据，21Q3移动互联网月活数达11.67亿人，电商月活跃用户数达11.01亿人，渗透率高达94%。这意味着，头部电商基本完成用户覆盖，怎样提高存量用户的效用成为行业关注焦点。
- 直播电商在电商行业中渗透率不断提升，传统电商面临挑战。** 2020年，直播电商规模突破1万亿元，在整个电商渗透率已超过20%，2021H1的直播电商用户对同期互联网民的渗透率同样超过20%。在直播电商平台持续增长快于零售电商的趋势下，预计渗透率将进一步上行。以抖音、快手为例，短视频优势在于巨大的用户流量和高用户粘性（DAU/MAU），目前在整体流量的进一步提升和对平台用户进行电商渗透上都有较大的空间。

图：2021年电商业态 GMV 份额



表：2019-2021年直播电商各项指标

指标	2019	2020	2021
GMV(亿元)	4200	12000	19000
同比增长 (%)	200%	185%	58%
线上零售占比 (%)	5%	10%	14%
用户规模 (亿人)	2.65	3.88	4.64
渗透率 (%)	29.31%	39.20%	44.90%

注：统计口径点淘、抖音、快手

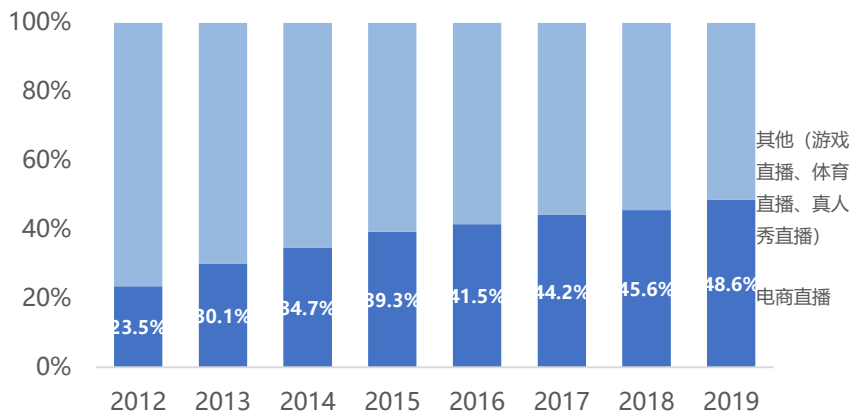
传统电商平台面临挑战：新兴业态逐步发力，传统综合电商面临挑战

- 分业态来看，综合电商仍然是最要模式，但新兴业态例如以抖快为主的直播电商、社区拼团等已经发展到一定规模。

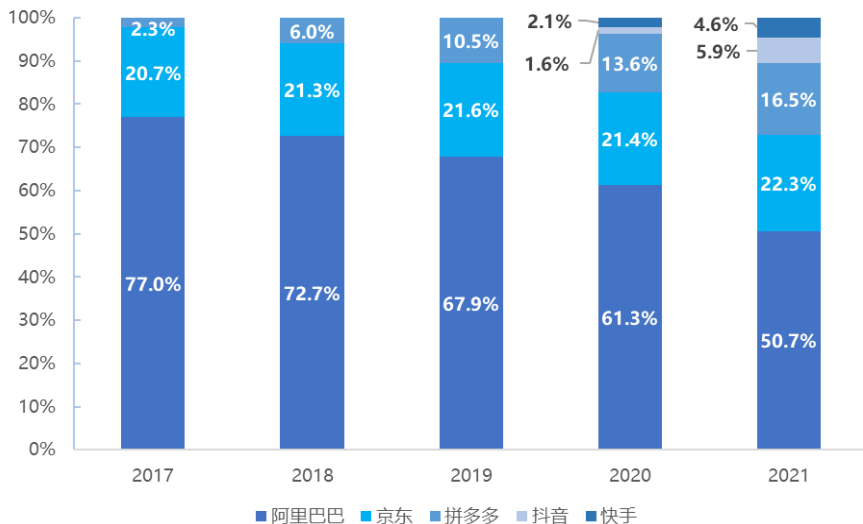
(1) 根据星图数据，2021年点淘、抖音、快手三家 GMV 合计约为 1.9 万亿的规模，其中点淘份额为 37%，抖音份额为33%，与点淘差距不大，而快手份额约为 28%。

(2) 2021直播电商渗透率加速提升。直播用户结构向电商直播迁移，截止于 2021 年底电商直播用户占比为 44.9%，同比提升 5.7%；2021年上半年，直播电商规模突破1万亿元，在整个电商渗透率已超过20%，在直播电商平台持续增长快于零售电商的趋势下，预计渗透率将进一步上行。

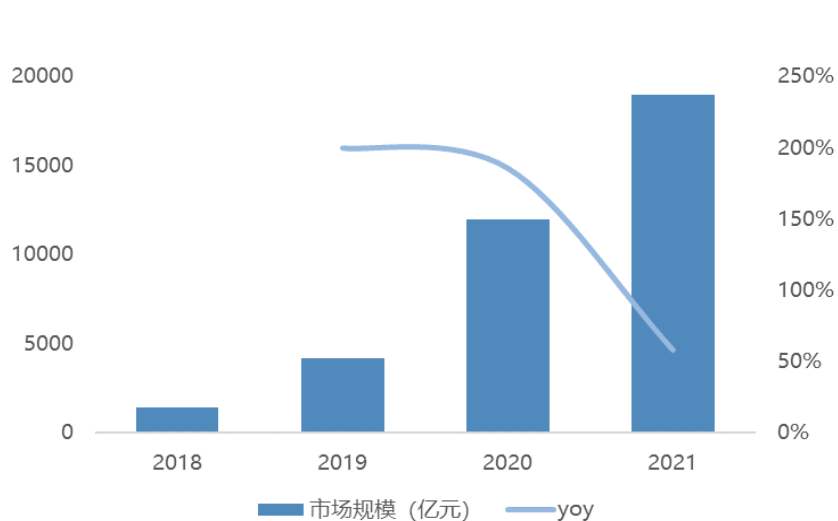
图：2021直播用户结构向电商直播转换



图：2019-2021电商竞争格局，GMV口径



图：2018年-2021年直播电商交易额(亿元)和增速(%)



电商核心指标：GMV与货币化率，GMV决定平台的变现规模，货币化率体现平台变现能力

- 由于电商行业存在马太效应，用户形成习惯就会流向品类最丰富的平台，规模优势逐步扩大。
- 用户的留存和复购是电商平台面临的核心问题，也是平台竞争力的重要体现。GMV决定平台的变现规模，GMV是单用户年支出额与用户数量的乘积。用户购买频次与客单价决定单用户年支出额。

表：核心指标概述

	用户购买频次	客单价	用户数量
经济意义	反应平台用户粘性	体现商品属性与用户购买力	体现平台对用户的留存能力
影响因素	平台产品品类、数量、质量、价格	平台产品品类、平台主要消费者收入	平台产品品类、平台能满足的用户需求、用户年度支出
解释	单一品类的购买频次有限，且无法满足消费者线上购物体验。只有品类数量达到一定量级，才会产生品类叠加购物规模效应。例如，综合型电商平台购买频次远远高于垂直型电商平台；京东随着品类逐步扩充，用户购买频次持续提高。	(1) 品类：品牌单价高于白牌；耐用品高于必需品，3C 家电产品价格优势。 (2) 客户群体：高收入人群购买力强，同一品类中倾向买高端产品，客单价比低消费力人群高。例如，2019年，京东客单价最高，原因在于，主营3C产品等相对高价产品，且公早期聚焦一二线城市高消费力人；随着低价品类的扩充与下沉策略的实施，客单价呈下降态势。	(1) 不同电商平台满足用户需求的不同，进而形成用户规模的差距。例如，垂直型电商由于仅满足用户某一品类需求，潜在用户规模不及综合电商平台。 (2) 单用户年度支出额可以衡量平台创收能力。支出额越高，可以承载更高获客和留存成本，加大优惠补贴用户，从而提高用户的留存。

目录

一、行业现状与竞争格局

二、拼多多成长史：公司崛起核心逻辑、商业模式

三、拼多多未来展望：盈利能力改善逻辑

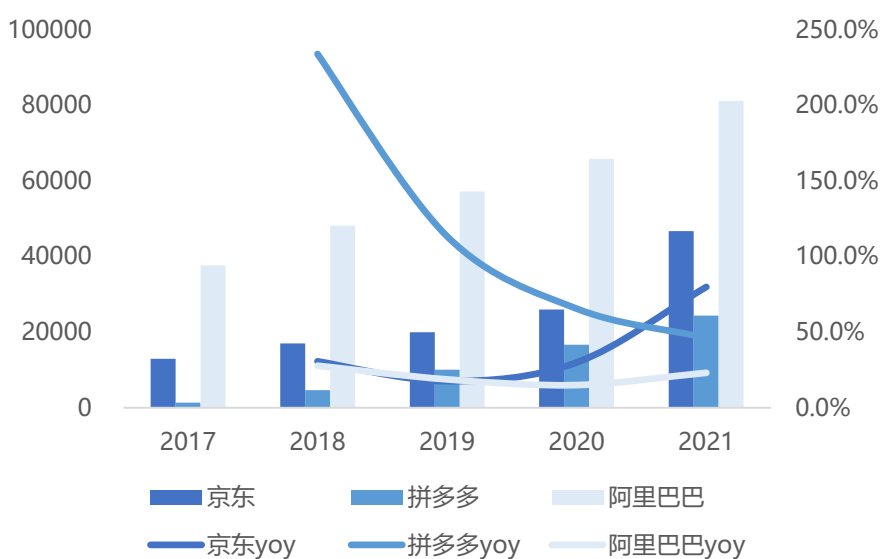
四、盈利预测与风险提示

在电商两级格局下，拼多多异军突起一跃成为第三大巨头

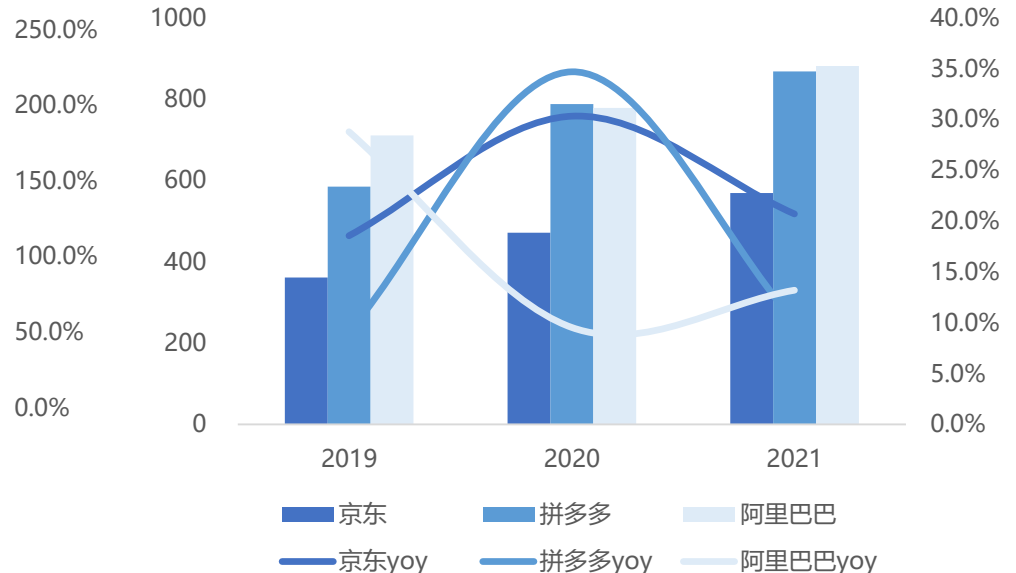
在阿里巴巴与京东激烈竞争下，拼多多站稳脚跟

- **GMV角度**，2017年在电商交易额中，拼多多仅占有2.3%的，仅仅5年时间占比一跃升至16.5%。
- **用户数量角度**，拼多多活跃买家数量不断提升。根据招股书，截至2018年一季度近一年GMV为1987 亿元，年度活跃买家数量达到 2.96 亿，几乎与京东持平；20年Q4活跃买家7.884亿人，首次超过阿里（7.79 亿人）成为中国用户规模最大的电商平台；2022年Q2达到8.82亿。

图：阿里巴巴、京东、拼多多GMV变动趋势（亿元）



图：2019-2021阿里巴巴、京东、拼多多活跃买家数、增长对比（百万人）



低价、社交为起点，打造拼团模式的第三方社交电商平台

抓住社交红利机会，拼为起点打造趣味性高性价比电商平台

- 拼多多创立于2015年4月，是上海本土成长的互联网企业，于2018年7月在美国纳斯达克上市（NASDAQ: PDD）。秉承游戏基因，拼多多呈现社交娱乐与购物相结合的特点。用户通过发起和朋友、家人、邻居等的拼团，以更低的价格拼团购买优质商品。
- 拼多多用户开拓过程也紧紧围绕社交展开裂变。初创阶段：微信小程序导流社交裂变迅速获客打开市场；品牌化阶段：百亿补贴向中高端需求市场渗透，拓展客群优化用户结构。

图：拼多多上市之前发展历程

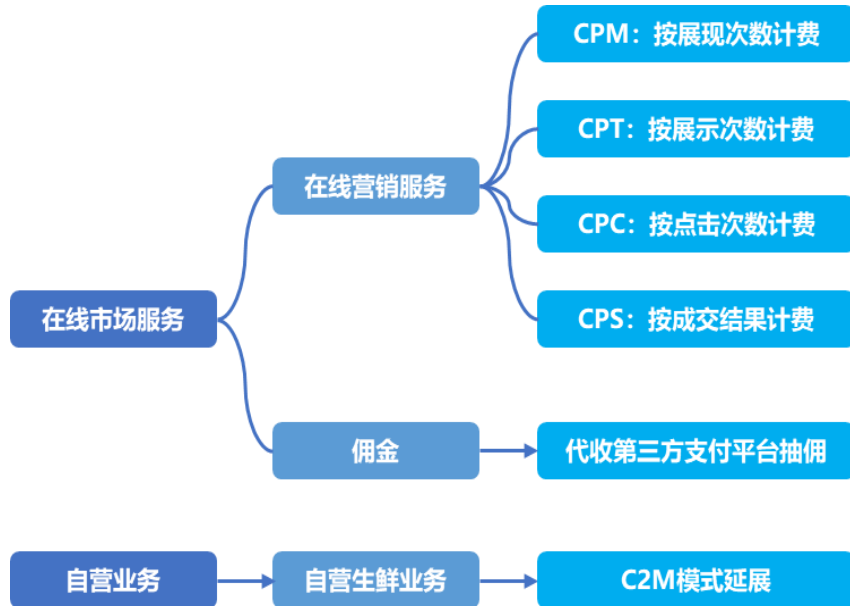


盈利模式：在线营销服务为拼多多主要营收来源，商品销售收入逐年萎缩

业务结构不断改善：在线市场服务稳步发展，交易服务快速增长，自营商品基本退出。

- **分为三大业务类型**，在线营销服务、佣金与自营业务。其中在线营销服务为核心；佣金在交易完成后收取交易金额的0.6%作为第三方支付平台代收代付费用；自营业务占比逐渐下降预计将在未来将逐步萎缩。
- 2022年Q1公司在线市场营收181亿元，同比增长28.67%；交易服务营收55亿元，同比增长90%；商品销售收入0.44亿元，去年同期为51亿元。自营业务对公司业绩的负面影响基本结束，同时交易服务营收占由去年同期17%上升至24%。

图：拼多多业务结构



表：拼多多在线营销服务类型

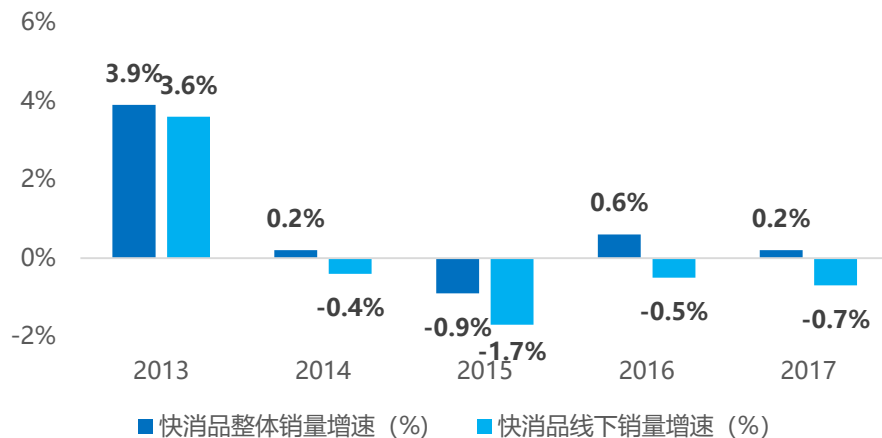
计费方式	推广产品	扣费规则
CPM	明星店铺	20元-300元/千次曝光
CPT	展示广告	每月根据实际情况调整定价
CPC	多多场景	(下一位出价*下一位点击率) / 自己的点击率+0.01元
	多多搜索	
	oCPX	自填写预期成交价
CPS	多多进宝	按成交结果扣费，不成交不扣费
	放心推	自设定成交出价，不成交不扣费

崛起之路：有效链接低端供应链与低消费需求，以高性价比产品填补低端市场空缺；城镇化进程不断推进、人口红利与相对完善的基础设施为拼多多提供沃土

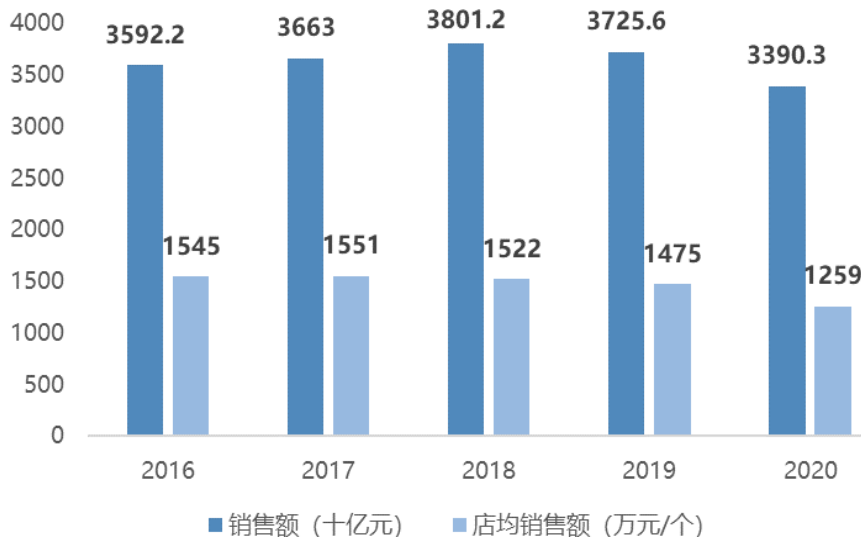
背景——供给端：线下低端商品产能过剩

- 没有品牌效应的商品难有溢价空间，且随着城市发展线下店铺租金提升利润空间被挤压，线下低端零售渠道举步维艰。拼多多初创时期，我国杂货店销售额在电商冲击下由2014年的719.6亿元降低至2017年的538.6亿元，减少四分之一；同期，我国线下连锁零售企业商品零售额呈现负增长，为-2.86%、-6.73%、-8.40%。根据贝恩凯度数据，26种快速消费品2014年至2017年快消品线下销量持续负增长。
- 同时贸易争端影响出口代工，产品滞销使库存清理成为杂货产品的难题。拼多多商家入驻门槛低，为杂货店等小型零售店去库存提供便利。

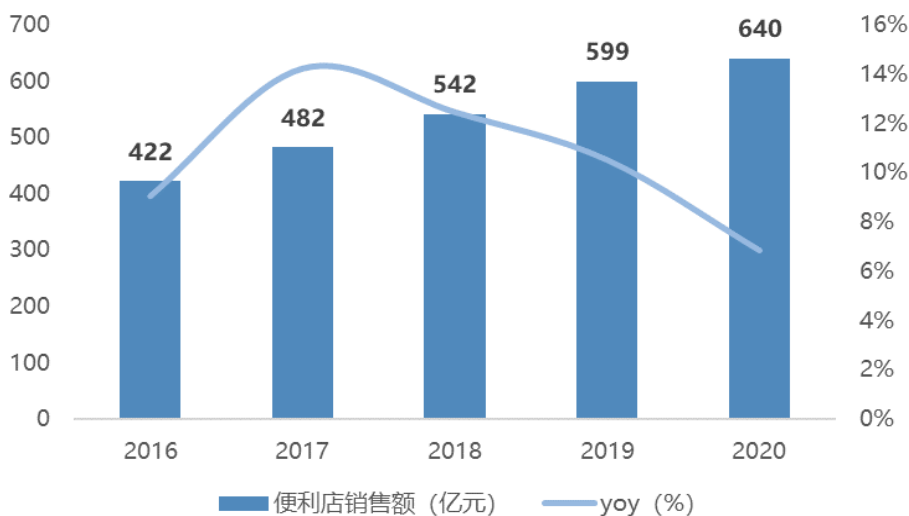
图：26种快速消费品整体及线下销量增速



图：我国连锁零售企业销售额及其店均销售额



图：我国便利店销售额及其增速情况

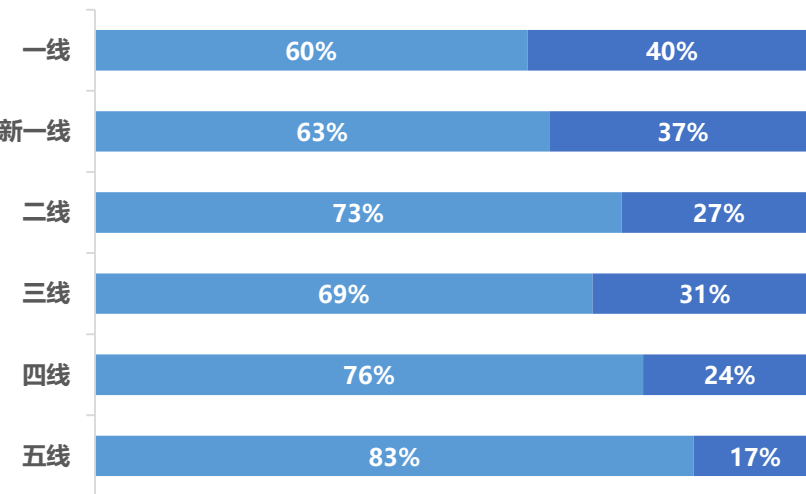


崛起之路：有效链接低端供应链与低消费需求，以高性价比产品填补低端市场空缺；城镇化进程不断推进、人口红利与相对完善的基础设施为拼多多提供沃土

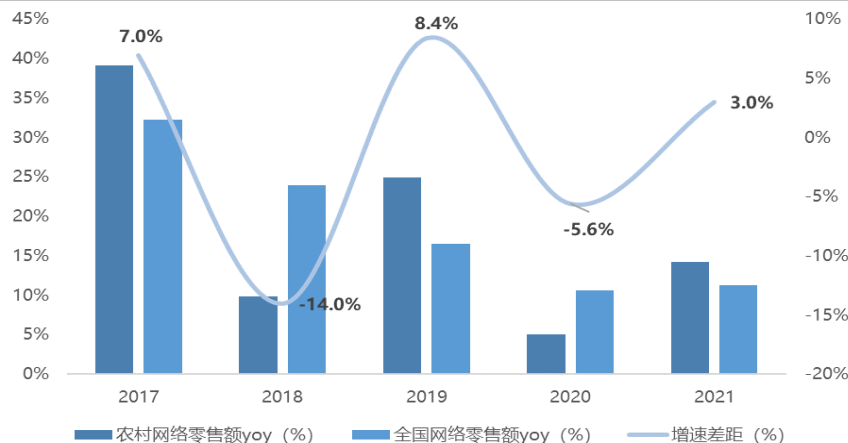
背景——需求端：对低价高性价比商品需求仍然存在且下沉市场空间广阔

- **低线城市人口基数催生市场崛起。**目前中国超过七成人口来自三线及以下城市，即下沉市场。在拼多多崛起的2016年，三四线城市人口约6.9亿人，是一二线城市的1.64倍；2020年我国下沉市场总人口数量约为9.2亿人，占总人口数量比例为65.3%。
- **下沉市场更注重实用性。**根据尼尔森调研数据，相较于一二线城市，下沉市场消费者更看重经济实用性。一线城市中有65.8%的受访者表示愿意为体现社会地位的产品支付更高价格，但这一比例在下沉市场则不足50%。
- **下沉市场消费需求更加旺盛且现存市场消费规模超过一二线城市总和。**根据亿邦动力研究院数据，2017-2019年农村网上零售额增速分别高于整体6.9pct、6.5pct、2.6pct；根据MSC咨询数据，2020年下沉市场消费规模为17.19万亿元，超一二线城市；截止2021年，国内乡村消费品零售额在全国的比重上升至13.6%。

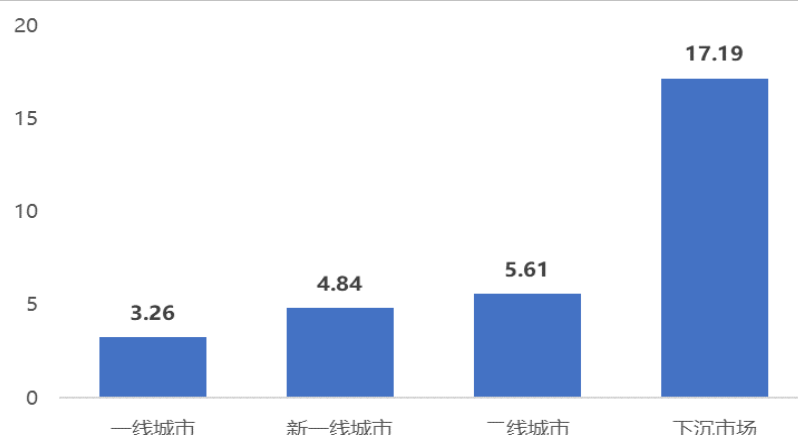
图：下沉市场消费者更看重商品的经济实用属性



图：农村网络零售额年均增速高于全国水平



图：2020年各层级市场消费规模 (万亿元)

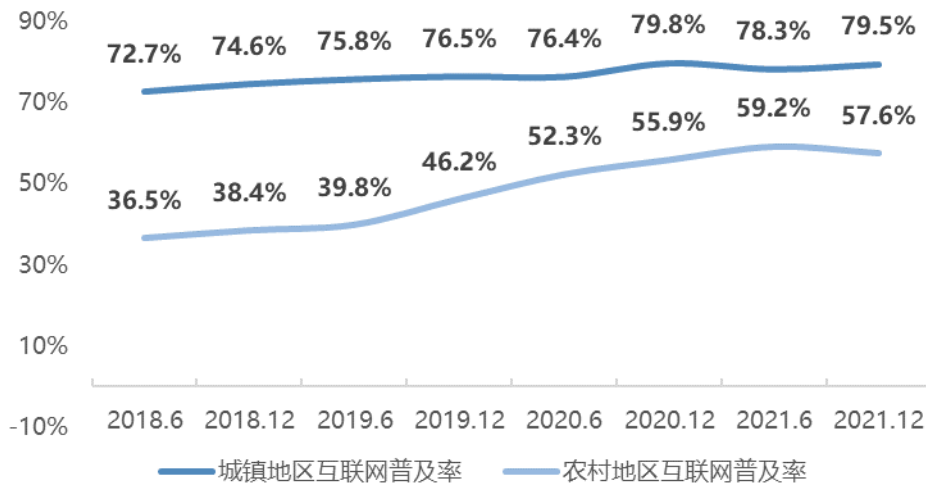


崛起之路：有效链接低端供应链与低消费需求，以高性价比产品填补低端市场空缺；城镇化进程不断推进、人口红利与相对完善的基础设施为拼多多提供沃土

背景——市场已孕育出相对完善的基础设施

- 下沉市场互联网基础愈加完善，下沉流量占据全网月活跃用户过半份额。截至2021年12月，我国城镇地区互联网普及率为81.3%，较2020年12月提升1.5个百分点，农村地区互联网普及率为57.6%，较2020年12月提升1.7个百分点，差距23.7%；下沉市场用户规模稳步提升，近7亿的下沉流量占据大盘58.4%的份额，成为中国移动互联网发展的流量基本盘。
- 下沉市场物流体系逐步完善，但仍存在“最后一公里”问题，一定程度制约了消费发展。根据国家邮政数据，2021年我国农村地区收投快件超过370亿件，快递进村比例超过80%。许多农村地区没有覆盖网络，快递无法直接投递，仓储保鲜冷链物流设施还不完善。
- 相较于阿里巴巴与京东，拼多多诞生时支撑电商发展的周边设施已相对完善。2015年，智能手机、中国移动4G、微信普及，6亿人移动互联网用户等，为拼多多创造沃土。

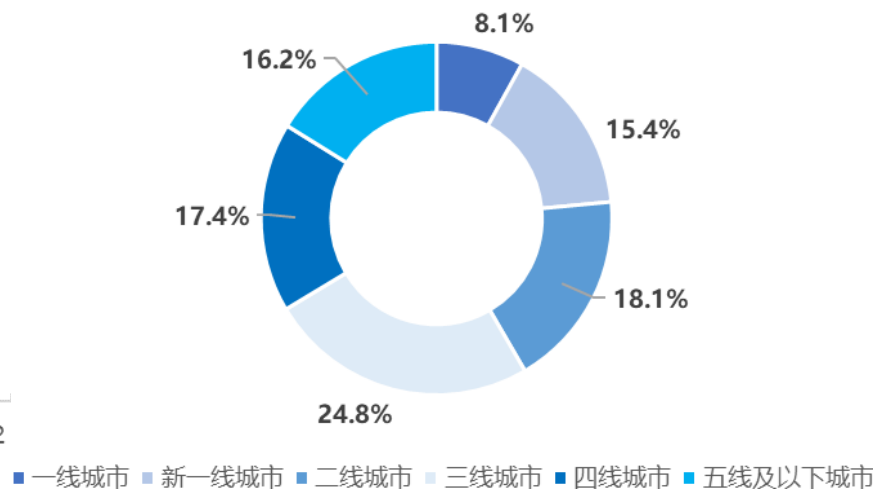
图：城乡地区互联网普及率情况



表：拼多多、阿里巴巴、京东创立时期基础设施比较

	拼多多	阿里巴巴	京东
上线时间	2015	2003	2007
当时移动互联网用户	6.2亿	/	5000万
支付方法	微信	银行卡	支付宝
物流	第三方均价14元	第三方均价29元	自建
流量来源	微信	自建网站	自建网站

图：中国移动互联网用户城市占比分布

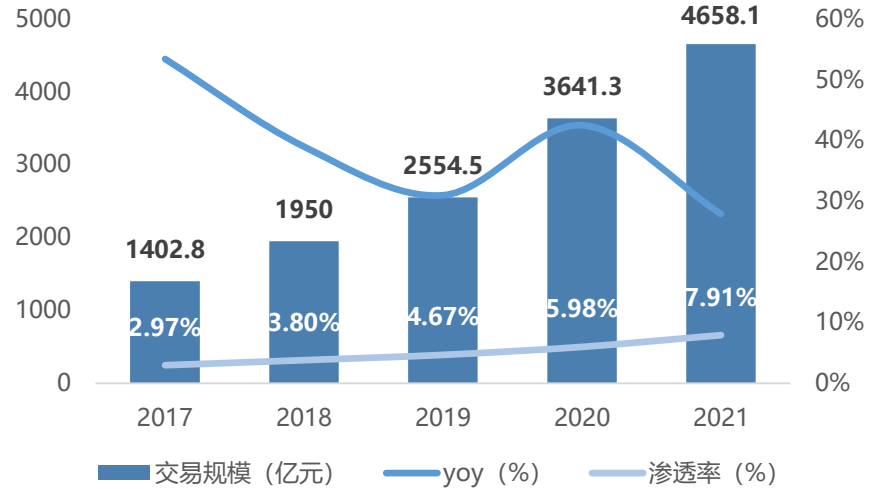


崛起之路：农产品流通环节成本高，线上渗透率低，拼多多极大提高流通环节效率

农产品流通环节损耗加价成本高，终端销售渠道仍以线下为主

- 流通端：**根据艾瑞咨询，我国主要生鲜总加价率在100%以上，不易储存的蔬果损耗最为严重，损耗率达20%以上。
- 销售端：**（1）农产品线上难以电商化，线上渗透率低。与工业品不同，农产品质量较难把控、生鲜类产品运输难度大损坏率高，在消费端难以实现平稳高质的品控；（2）全国范围内直供比例不足。全国城市农贸中心联合会数据显示，2021农贸市场上游渠道主要为农产品批发市场，80%以上生鲜产品从批发市场进货，半数以上的商户完全从批发市场进货。

图：我国生鲜电商市场规模及其渗透率



表：一线城市及其他城市农产品渠道情况

商户进货渠道	批发市场	基地直供	合作社及农民自销	其他
一线城市	80.35%	9.91%	4.54%	5.20%
其他城市	85.35%	4.64%	5.63%	4.38%

表：农产品分品类加价率及损耗率

品类	蔬果	乳制品	海鲜	禽蛋	牛羊肉
加价率	50%	20%	55%	20%	35%
损耗率	10%	0%	6%	2%	1%

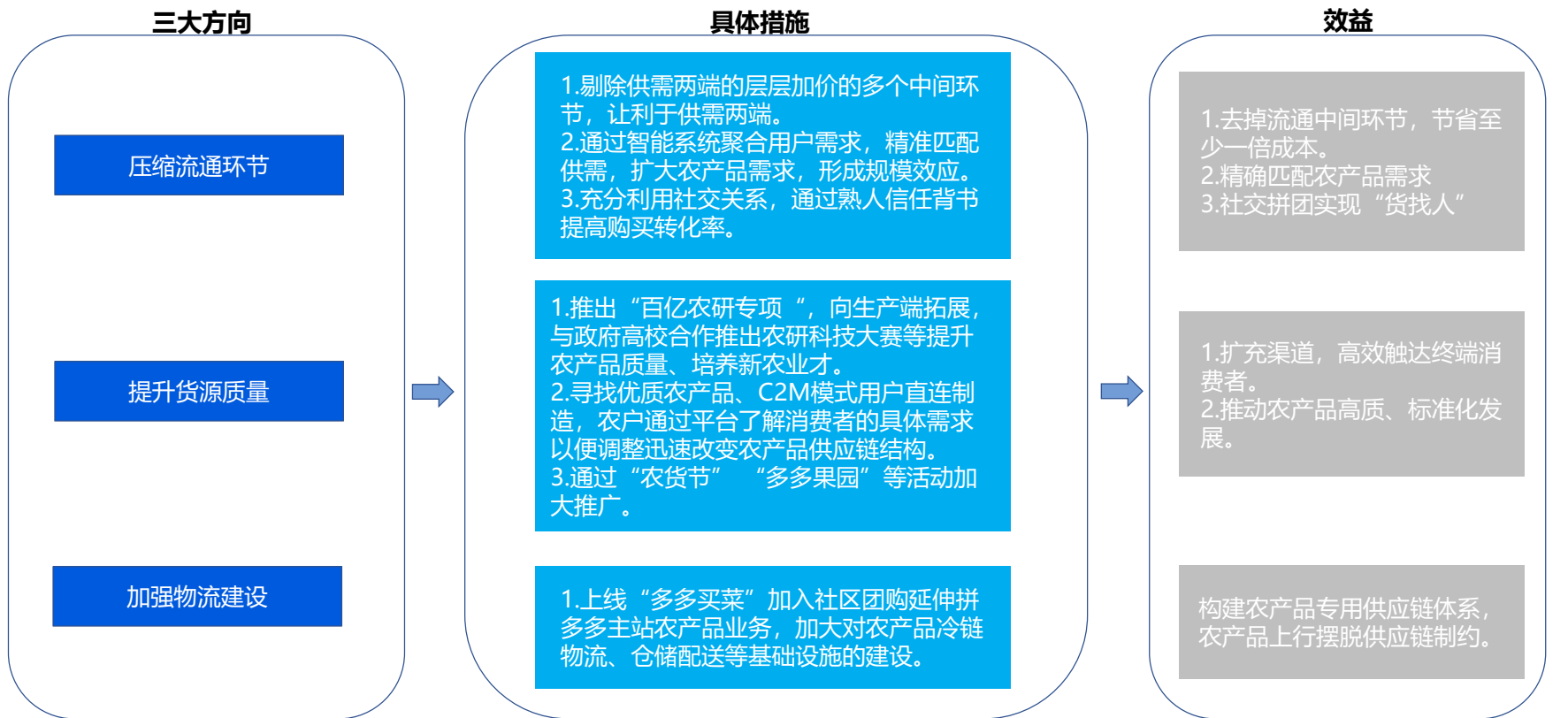
崛起之路：农产品流通环节成本高，线上渗透率低，拼多多极大提高流通环节效率

拼多多前身“拼好货”聚焦农产品流通领域对接供需，把握生鲜电商渗透发展机遇

• 拼多多以水果起点，打造中国农产品最大平台；通过在压缩流通环节、提升货源质量、加强物流建设方面加大布局。

(1) 拼多多前身“拼好货”主打水果生鲜产品，聚焦消费者需求，打通中间流通环节。利用其互联网平台优势帮助农户跨越中间链条直接对接终端消费者；(2) 通过智能农货处理系统聚合用户需求形成规模效应。

图：拼多多农业布局

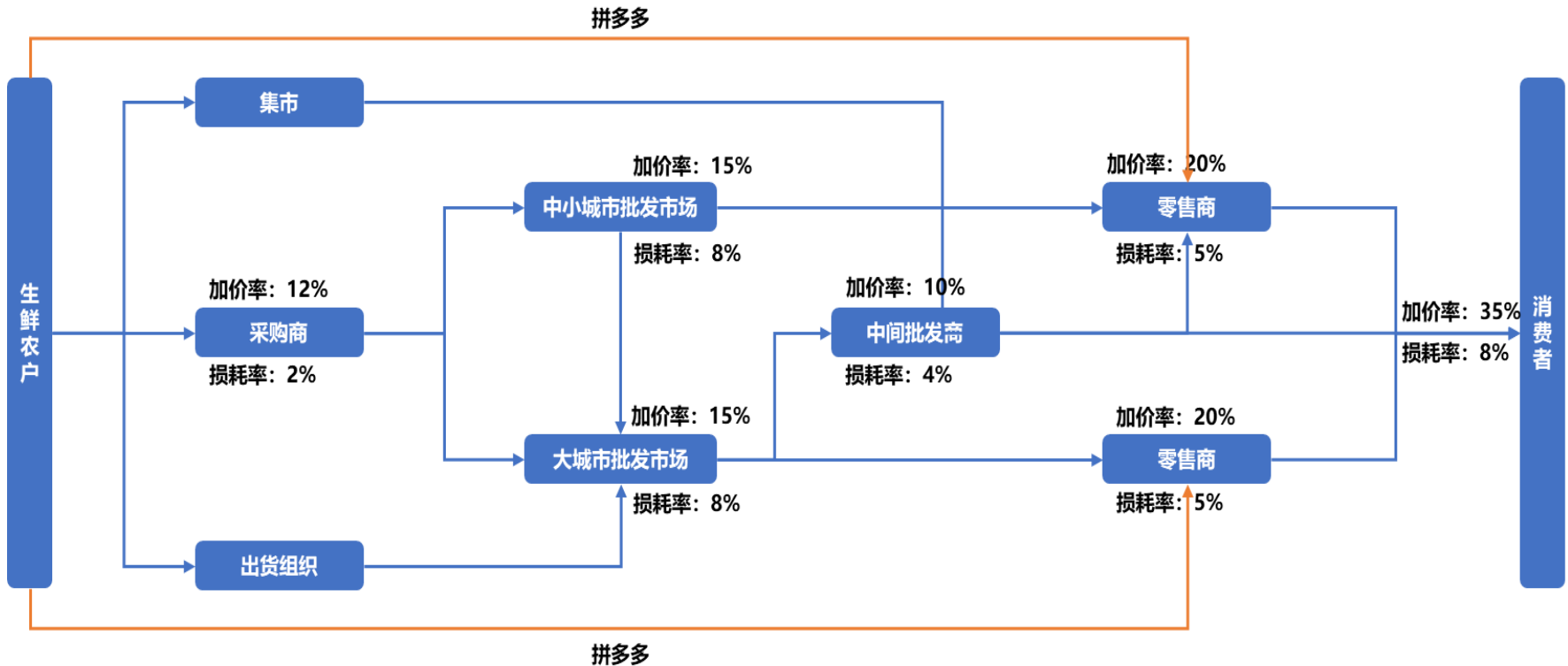


崛起之路：农产品流通环节成本高，线上渗透率低，拼多多极大提高流通环节效率

- 传统现代农产品流通体系冗余，拼多多利用平台运营模式跳过大部分流通环节直接对接供需，极大程度降低加价率与损耗率。

拼多多通过“产地直发”“平台+新农人+农户”战略打破地域限制，将传统农产品流通6至8个环节精简为2至3个环节减少流通环节降低流通成本惠及供需两端。

图：传统现代农产品流通体系与“拼好货”流通环节对比



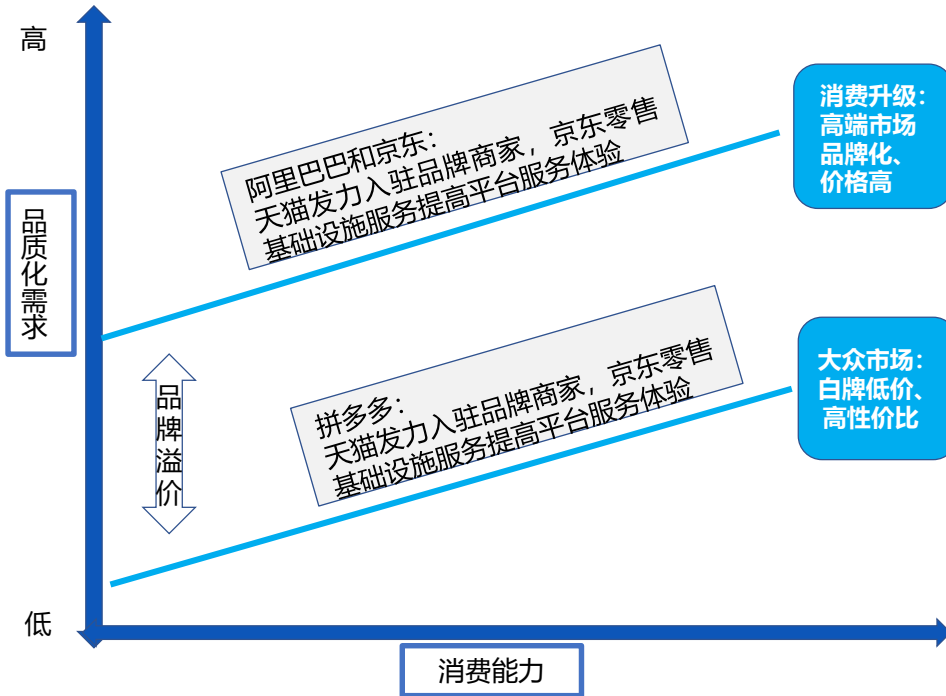
崛起之路：电商龙头专注高端化留出低价供需缺口，拼多多对接供需成为中小商家阵地

电商龙头专注高端化、消费升级淘汰大量白牌商家、廉价商品过剩产能、未满足的低价需求促使拼多多成为线上中小商家聚集地

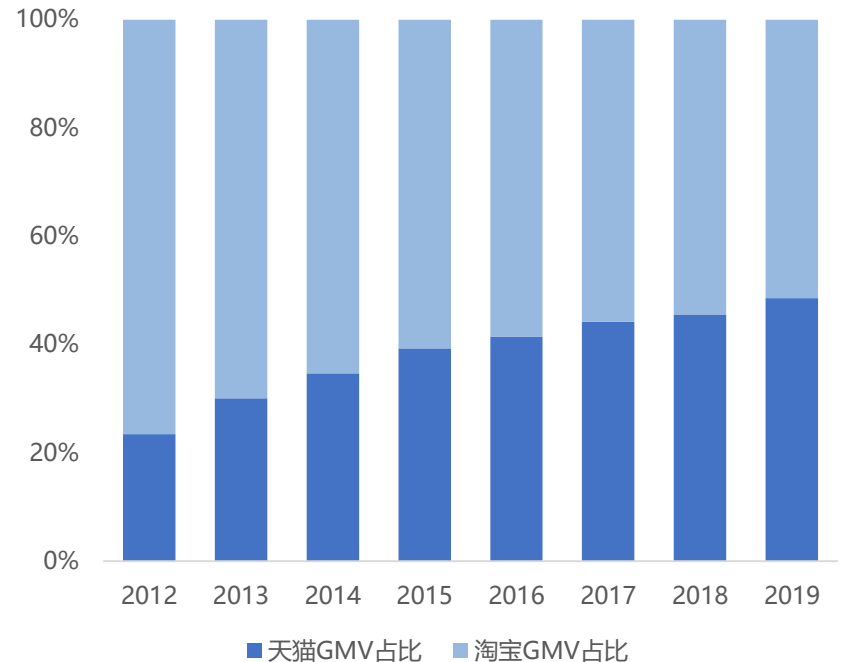
拼多多崛起时期，阿里巴巴和京东专注于消费升级忽视低线市场，中尾部商家难以获得较好的流量盈利能力下降，同时白牌商品传统线下销售渠道减少，拼多多抓住机会链接供需两端填补追求性价比市场的需求空缺。

拼多多零佣金、流量扶持等措施吸引大批中小商家，解决白牌商品供应过剩问题；商家在拼多多经营成本低，商品在价格段更具有竞争力，卖家通过薄利多销聚集低线用户。

图：拼多多满足低端市场与低价需求



图：天猫GMV占比逐步提高

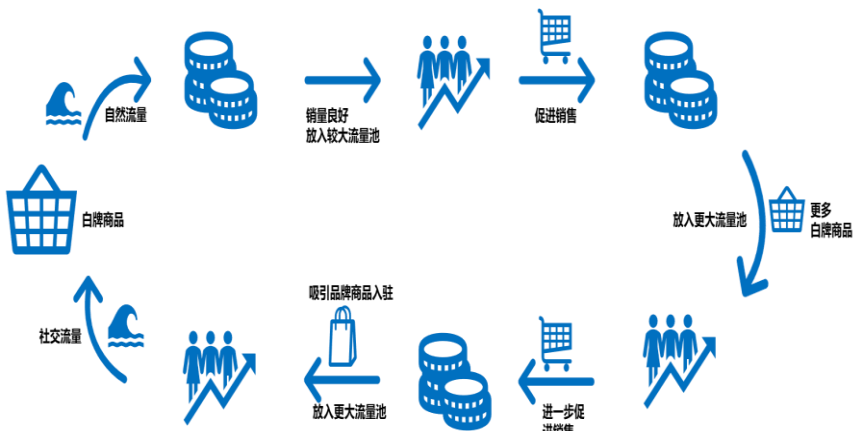


注：2015年阿里巴巴CEO张勇宣布消费升级为公司未来方向

崛起之路：去中心化的流量分配机制，重SKU打造爆款

- 商品需求推动平台流量分配。**传统电商实行中心化、平台掌握流量的运行机制，采买流量依靠商家竞价，商家营销成本高；拼多多实行去中心化模式，在此模式下，若产品有足够竞争力，便可得到免费流量，压缩商家经营成本。
- 拼团模式可精准拼配流量。**依靠社交拼团邀请砍价、助力免单、算法推送等方式实现“货找人”，“拼”模式成为早期拼多多拓展用户基数积累用户数据的重要措施，丰富的用户消费行为数据积累为后期拼多多有效营销奠定基础，提高平台对商家与消费者的吸引力。
- 自然流量推动下，打造爆款单款产品。**若产品销量到达一定数量，商品会被推送至更大的流量池，加大曝光力度触达更多平台用户。

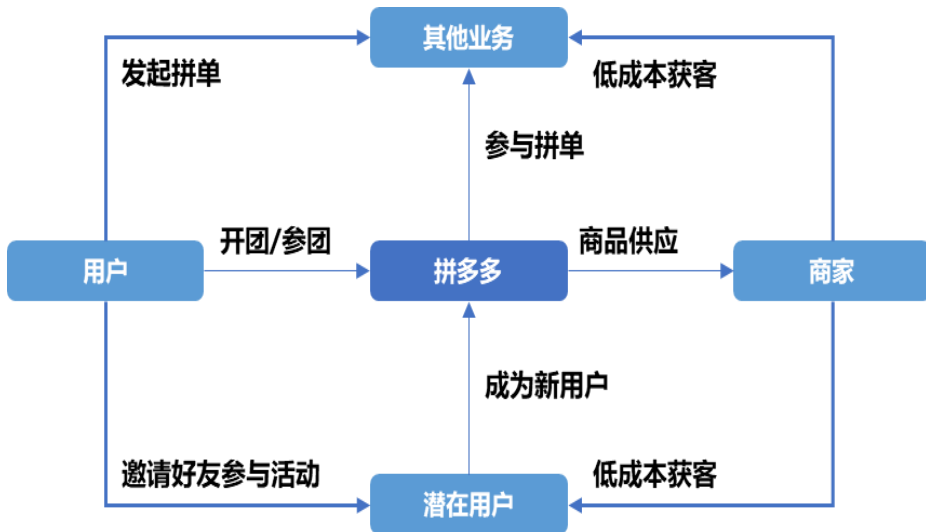
图：拼多多流量分配机制



表：去中心化让利商家与消费者

群体	益处
商家	超低成本获取流量
平台	用户自发分享带来流量
用户	通过促销获得折扣 享受社交乐趣

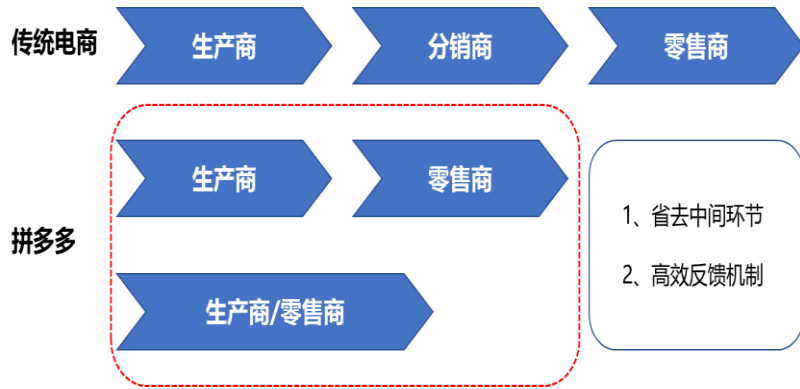
图：拼多多拼团模式



崛起之路：同类商品拼多多与传统电商相比定价较低

- **对于搜索商品，传统电商与拼多多价格推荐机制存在差异，商品价格普遍低于淘宝和京东。** 举例说明，在淘宝与拼多多的搜索栏中分别检索手机壳可发现，同类商品淘宝售价为拼多多三至四倍；在淘宝搜索中根据选择“价格由低到高”排序筛选发现，淘宝也存在同样低价的手机壳，但销量仅为百量级，由此可以得出淘宝流量更加偏向中等价格的商品。
- **供应链效率提升。** 厂家直销，省去额外的运输成本、营销成本、中间商差价，消费者直接对接货源厂家，自然有价格优势。
- **中小商家在拼多多运营成本较低。** 开店平台只收取两项费用：一，入驻的时候会有个保证金的费用，根据类目不同保证金不同，二，代微信收取0.6%交易手续费。

图：拼多多压缩供应链中间环节



表：电商平台开店与运营成本对比

	拼多多	京东	淘宝
商家入驻保证金	√	√	√
技术软件服务费	×	√	√
交易佣金	0.6%交易手续费	1%-10%	2%-5%

崛起之路：百亿补贴——针对中高端消费需求，拓展一二线城市

首创百亿补贴政策，主打“正品低价”

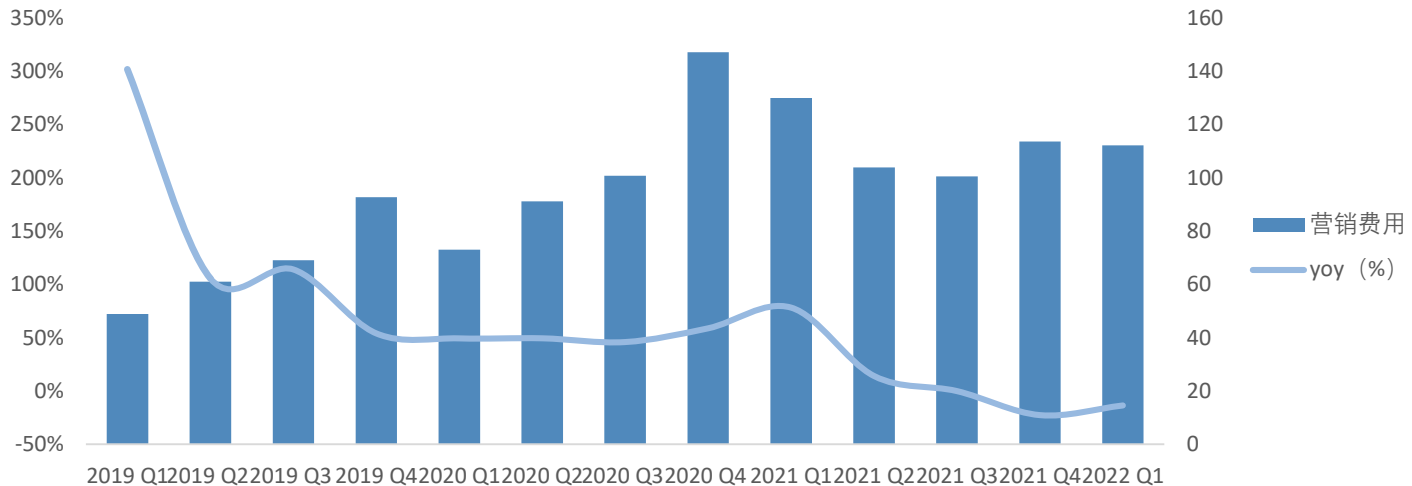
2019年6月拼多多推出了百亿补贴计划，针对中高端消费偏好、高知名度品牌与明星爆款商品给予终端价格高额补贴，以此吸引一二线城市消费者；不同于淘宝、京东购物节，拼多多**百亿补贴将低价常态化；补贴商品**包括数码、美妆、服饰鞋包、生鲜食品、办公等。

- **拼多多真正补贴真金白银。**费用端来看，发销售费用率基本维持在80%-110%百亿补贴开启后，营销费用显著增加。
- **拼多多逐步提高商家抽佣比例。**据媒体报道，拼多多“百亿补贴”与2021年1月向商家宣布开始抽佣，抽佣比例为1%-3%，平台货币化率得以提高；商家抽佣筛掉没有能力和意愿承受抽佣的商家，优化商家结构。

表：拼多多、淘宝、京东价格对比

产品	拼多多 百亿补贴 (元)	淘宝价格 (元)	京东价格 (元)	价格优惠幅度
海蓝之谜修护精萃水150ml	560	1250	1250	“五折”
TOM FORD四色眼影盘	493	745	745	“六折”
iPhone13 128G 内存星光色	4789	5999	5999	“八折”

图：拼多多百亿补贴后营销费用环比显著增加

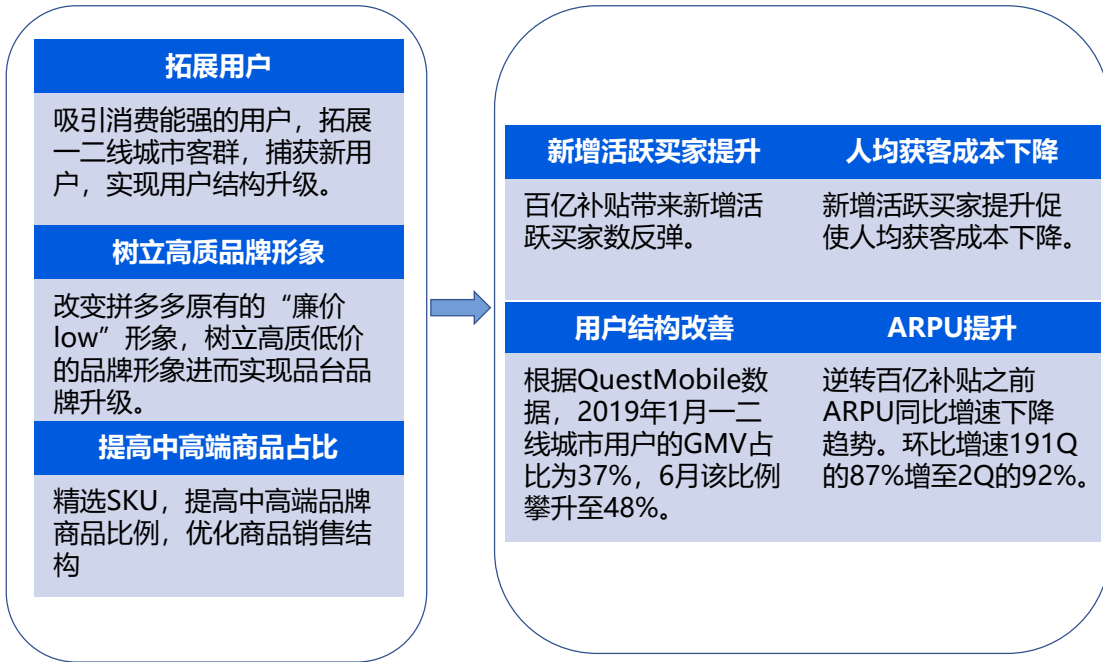


崛起之路：百亿补贴——针对中高端消费需求，拓展一二线城市市场

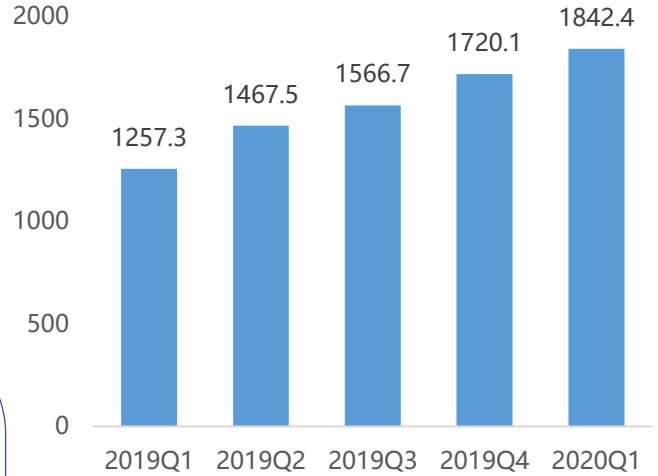
百亿补贴推出后效果立竿见影

- **拓展用户推动高品质用户需求**，提升拼多多平台形象，培养消费者信任，提升客单价与复购率进而提升GMV。
- **用户结构方面**，百亿补贴一线城市用户占比高于整体用户，低线城市用户占比远低于整体用户。

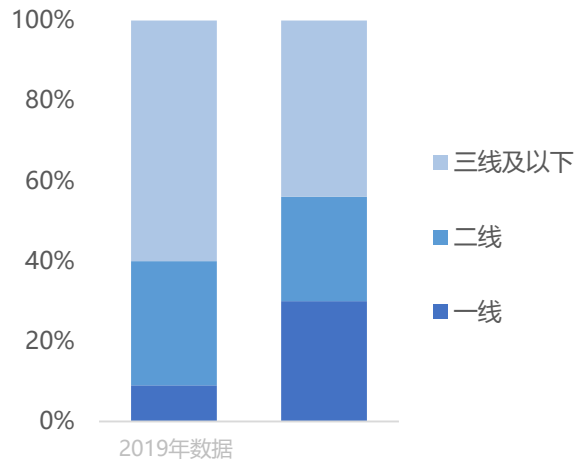
图：百亿补贴三大发力点，打破发展阶段性瓶颈



图：2019Q2 百亿补贴推出后ARPU提升 (元)



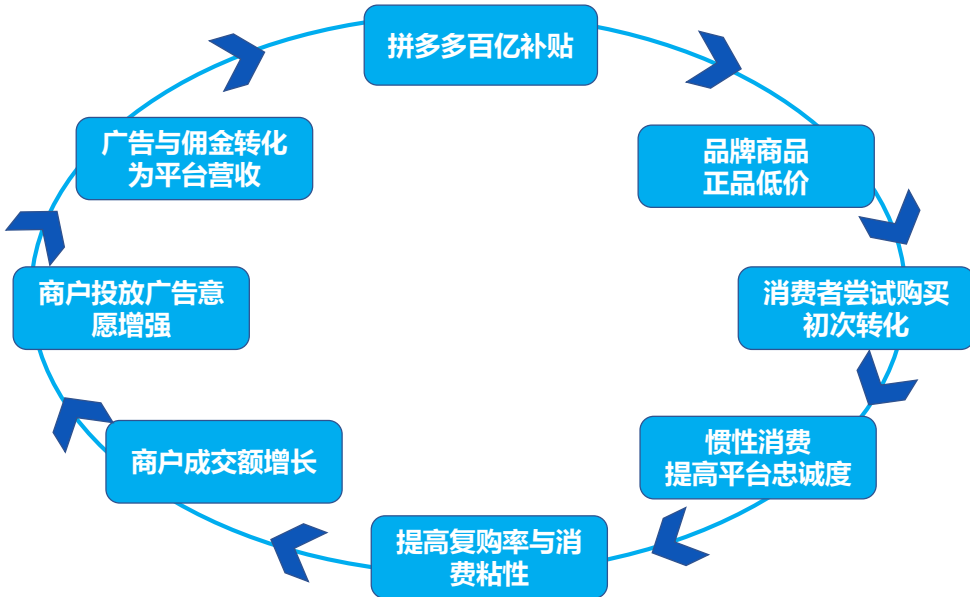
图：平台整体用户与百亿补贴用户城市分布比例



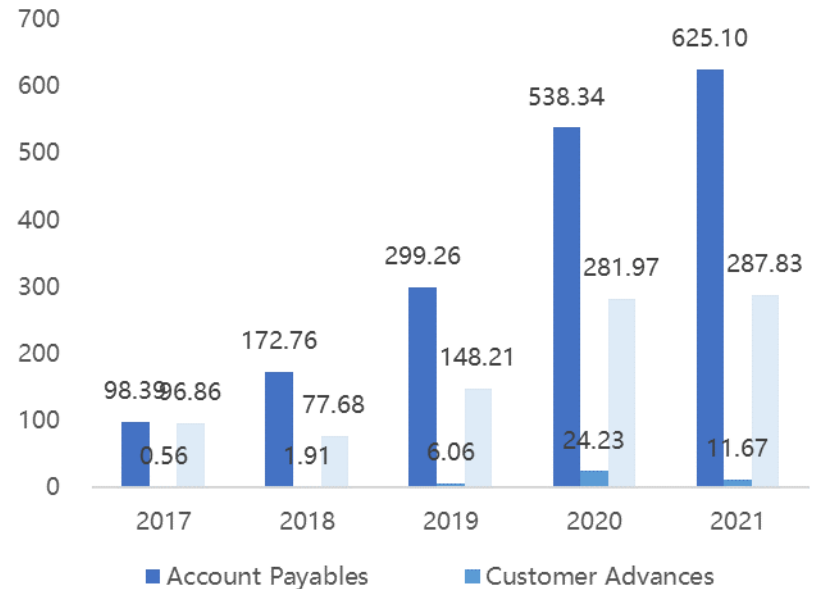
崛起之路：百亿补贴——已实现运营循环与现金流的动态平衡

- 百亿补贴已实现运营循环，维持补贴、营收、现金流的动态平衡。** 营收角度，据公开资料2021年3月拼多多“百亿补贴”向商家开始抽佣，比例为1%-3%（此前，拼多多商家全站入驻实行“0佣金”），同时公司向入驻平台的商家收取广告费，佣金抽成与广告费收入构成营业收入，平台再以补贴的模式让利于消费者，提高成交额从而增加商户对平台的依赖。
- 现金流角度，经营活动现金净流量持续增长，应付商家款项（Payable to merchants）与商家存款（Merchant deposits）为经营活动现金流的两大贡献变量。** 应付商家款项指延期支付的商户交易款，商家存款为在平台进行营销提前支付的款项。业务扩张及平台商户数量增加使得商家使用平台营销工具积极性增加，为经营活动提供现金支持从而保障公司运转提供补贴。

图：百亿补贴平台、商家、消费者的共生关系



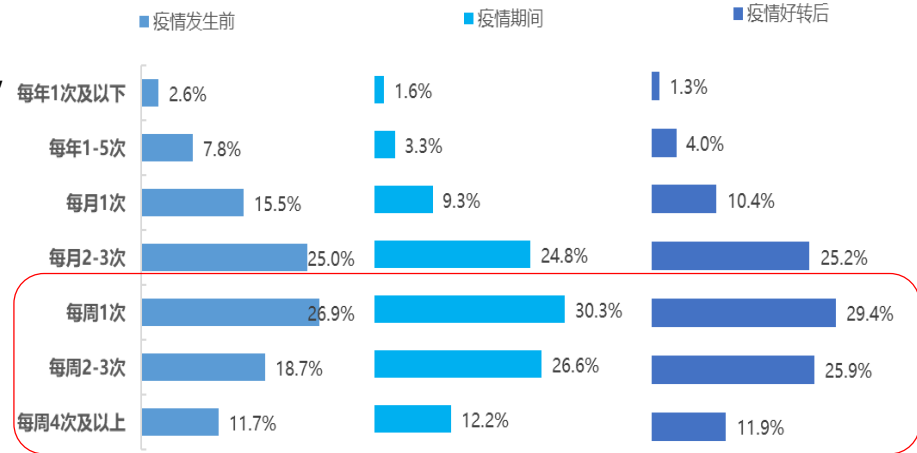
图：公司经营活动现金净流量、应付商家款项、商家存款（亿元）



崛起之路：多多买菜——与主站平台协同互补满足用户生鲜消费需求

- 疫情期间线上购买生鲜习惯逐步养成，疫情平缓后用户线上生鲜消费依然强劲。**根据艾瑞咨询数据，2020年的新冠疫情加速了生鲜的线上渗透。2020年初疫情发生期间，消费者使用生鲜电商APP的次数显著上升，在疫情平缓后，消费者使用生鲜电商APP的次数略有回落，但仍远高于疫情发生前。在此背景下，2020年8月拼多多推出多多买菜业务。
- 与主站业务互补，形成协同相互促进。**拼多多是中国最大的在线农业平台，多多买菜是移动商务平台的自然扩展与主平台具有协同效应，解决生鲜购买的需求与次日达高配送需求。多多买菜消费者使用频率较高从而提升主站参与度购买平台上各种品类产品。多多买菜收入计入交易服务收入，费用计入运营支出。

表：2020年中国生鲜电商用户在疫情前中后购买生鲜的频次



表：多多买菜各环节与主站平台具备协同互补效应

环节	说明
商品侧	<p>深耕农业，战略契合。2020年拼多多农产品GMV高达2700亿，占GMV比例为16%（阿里农产品占比为4%）。公司持续聚焦农产品，在农产品供给上具有较大优势。</p> <p>生鲜起家，直采优势。多多平台中有超过1000万农民卖农产品，这部分农民均有潜力成为多多买菜的潜在本地供应商。</p>
履约侧	<p>高频低价，渠道协同。拼多多主站与多多买菜农产品都具有高频低价特性，二者可以在渠道上进行协同发展。</p>
用户侧	<p>主站导流，用户基础深厚。多多买菜70%流量来自主站，对比美团优选大约只有20%流量来自主站。</p> <p>下沉市场渗透率高。拼多多在下沉市场客群中已经成功打造出了低价实惠的形象，与社区团购针对的目标客群重合度高。</p>

崛起之路：多多买菜——行业出清，呈现多多买菜、美团优选两强格局

行业整体增速放缓，竞争格局优化呈现两强格局

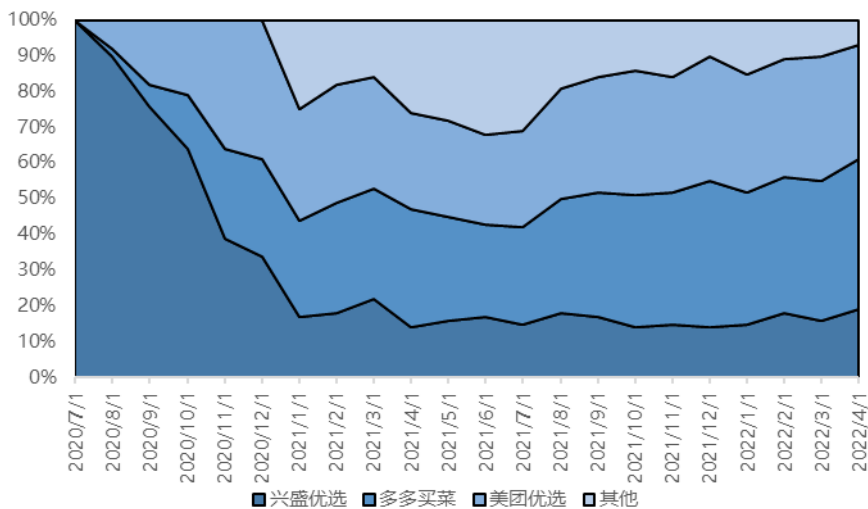
(1) 行业规模：根据新经销数据，自2017年到2021年社区团购飞速发展但**增长逐步放缓**。2017年至2021年，市场规模从300亿元增加到3000亿元CAGR为81.71%，用户规模从2.12亿人增加到6.46亿人CAGR为24.47%。

(2) 竞争格局：行业出清，呈现**多多买菜和美团优选两强格局**。2021年来政府监管叠加疫情冲击，使得社区团购早期“巨额补贴-规模扩张”的竞争模式不再可行，十荟团、橙心优选等公司退出，基本仅存四大玩家多多买菜、美团优选、兴盛优选和淘菜菜。截止2022年4月，多多买菜市场份额达到42%。

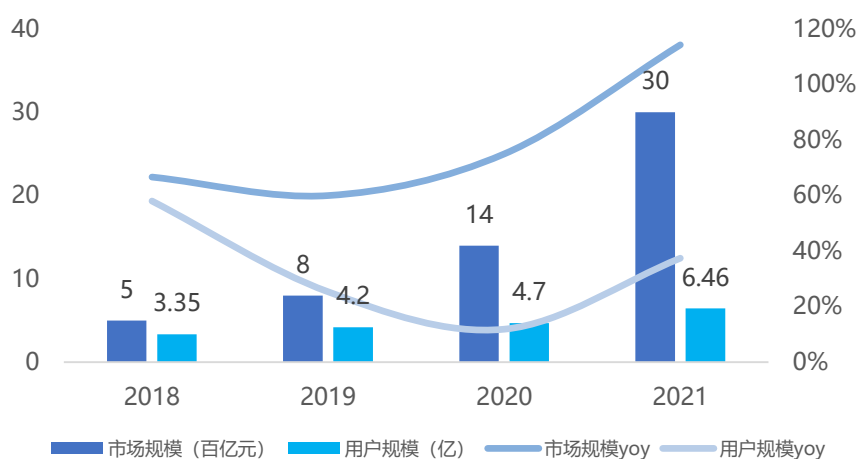
表：社区团购主要厂商介绍

公司	上线时间	主要区域	SKU	GMV	单价	盈利状况
多多买菜	2020年8月	28个省， 超过250个地级市	1600-2000	3500万单/天	18-20元	21Q4亏损率11%
美团优选	2020年7月	27个省， 超过300个地级市	1400-1800	4000万单/天	18-20元	21Q4亏损率9%
兴盛优选	2017年	17个省， 超过100个地级市	1600-1800	超过1000万单/天	25-30元	21Q4微利

图：社区团购平台市场份额变化



图：社区团购市场规模与用户数量



崛起之路：多多买菜——尚有盈利改善空间

- **多地区实现盈亏平衡，商业模式有望跑通。**根据测算，2022年一季度多多买菜净利率约为-12%，与公司管理层透露的2021年四季度11%的亏损率基本吻合。同时多多买菜在西北地区等区域已实现盈亏平衡，**盈利情况改善主要原因有以下几点：**

(1) 一线员工本地化：上海团队开拓市场成功后逐步退出，公司推动员工本地化改革。截至2022Q1，多多买菜大部分一线员工已经本地化，部分区域的本地员工占比超过70%。

(2) 采购成本优化：多多买菜通过竞价+选品机制保障低成本采购。随着规模的扩大，公司得以开展中心仓地采、省区集采、全国统采同时竞价的机制，从中择优录取，以此实现极低价格采购。

(3) 仓效团效提升：2022年以来，多多买菜持续关停低效仓库、团点，降低网格仓单件物流成本。

- **多多买菜盈利改善空间：采购成本、营销费用和佣金等多环节都具备降本空间。**

目前多多买菜毛利率约为15%，随着公司在农产品上游的持续布局、生鲜直采比例的提升以及高毛利品类占比的提升，预期未来毛利率可上升至20%。

从费用角度看，得益于国家对价格战的监管和行业竞争格局的优化，营销费用率预期可以持续下降至5%以下。长期团长有被弱化趋势，团长佣金率已经从最早期的10%左右将至目前7%左右，同时APP流量不断增长。预期未来平台将占据更强势地位，团长佣金下降至6%水平。

表：多多买菜2022Q1UE模型测算

项目	金额 (元/件)	占比
每单价格	10	
采购成本	8.5	85.0%
毛利	1.5	15.0%
营销费用	0.75	7.5%
货物损耗	0.1	1.0%
物流费用	1.1	11.0%
团长佣金	0.72	7.2%
净利润	-1.17	-11.7%

表：多多买菜未来中性UE模型测算

项目	金额 (元/件)	占比
每单价格	12	
采购成本	9.6	80.0%
毛利	2.4	20.0%
营销费用	0.54	4.5%
货物损耗	0.084	0.7%
物流费用	1.02	8.5%
团长佣金	0.72	6.0%
净利润	0.036	0.3%

崛起之路：“百亿农研”提高农产品产量与质量

通过百亿农研计划聚焦生产端，提高农产品产量与质量。2021年Q2拼多多设立“百亿农研”专项正式开启对农业科技的探索。拼多多投资精准农业，开发与推广农业科技相关技术；与各大高校与政府合作推广农业数字化；布局食品安全与绿色健康食品领域。

一方面，此计划体现拼多多社会价值；另一方面，农业是拼多多基本盘，农产品质量的提升与农业的数字化转型从长期视角看，将成为公司营收与利润增长点。

表：拼多多“百亿农研”专项布局

布局	细节
投资农业科技	投资精准农业，开发农民可以使用并负担得起的标准化技术。
研究食品安全	与新加坡食品生物技术创新研究所合作，开发低成本污染物检测方法。
	与新加坡食品生物技术创新研究所合作，针对新型植物肉开展首创性研究。
携手政府高校 发展智慧农业	与中国农业大学合作举办农研比赛，推进数字科技赋能农业。
	与国家农业信息技术工程研究中心达成战略合作，共同发展智慧农业。 联合联合国粮农组织举办智慧农业研讨会。

目录

一、行业现状与竞争格局

二、拼多多成长史：公司崛起核心逻辑与商业模式

三、拼多多未来展望：盈利能力改善逻辑

四、盈利预测与风险提示

盈利能力改善——收入端：GMV与货币化率仍有提升空间

• GMV：ARPU与ACC仍有增长空间，ARPU成为提升GMV增长主要驱动力

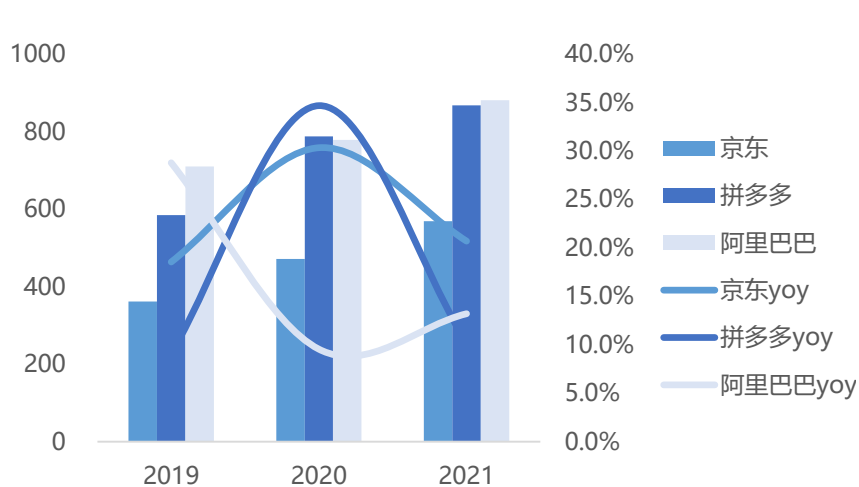
(1) ARPU：拼多多ARPU目前处于业内较低水平仍存在较大提升空间。截止2021年年底，拼多多、阿里巴巴、京东ARPU分别为2810元、9200元、5787元。

(2) ACC：活跃买家数量达到高位，增速放缓是必然趋势，但粘性增强。根据CNNIC数据，截至2021年12月我国网民规模达10.32亿，2022年Q2年拼多多年度活跃买家数量为8.82亿。

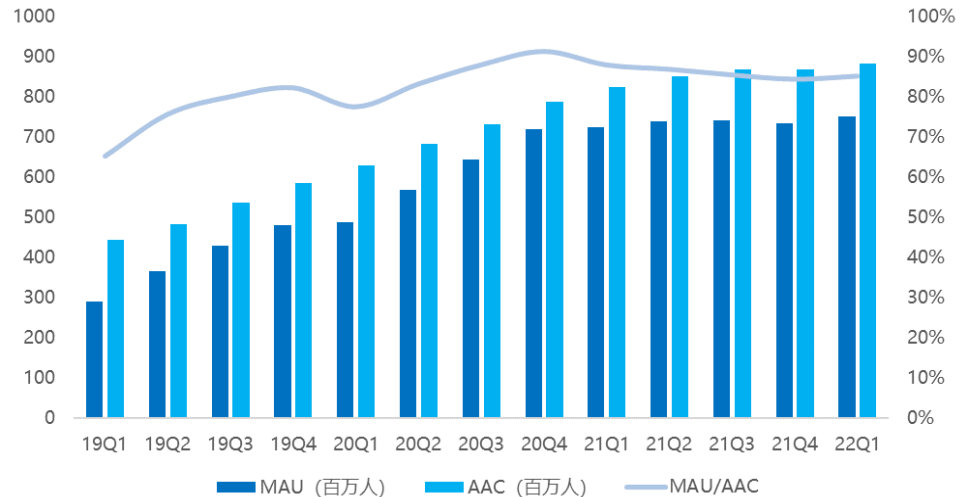
表：拼多多不同维度提升ARPU

客单价	购买频次
百亿补贴：品牌化、品类扩容、高价商品，品类结构升级	百亿补贴：品质保证，性价比高，提高客户购买粘性
品牌入驻：商家结构升级	多多买菜：高频复购聚客流 进一步布局多元消费场景，如飞机票、火车票，特价酒店、吃喝玩乐折扣券以及、医药体检服务
平台形象升级：优化平台消费体验，提高消费者对平台信任与购买高价商品的意愿	社交运营：月卡、游戏等运营手段提高用户留存 产品结构：商品结构不断完善满足极致性价比需求

图：活跃买家数对比 (百万人)



图：拼多多用户粘性增强

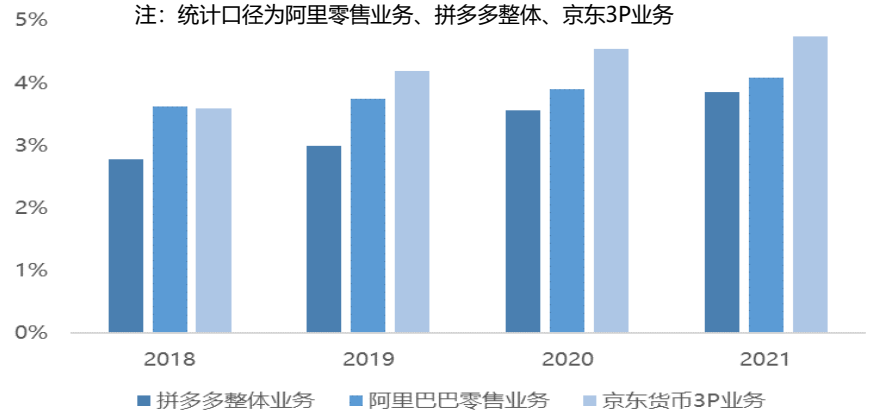


盈利能力改善——收入端：GMV与货币化率仍有提升空间

- **货币化率：短期内，管理层未将货币化率纳入衡量公司成长指标；长期来看有提升空间**

拼多多2017-2021年货币化率稳定上升，2021年货币化率为3.85%。随着公司盈利意识强化，货币化率仍有进一步提升空间。

图：阿里巴巴、拼多多、京东年度货币化率



表：影响电商平台货币化率因素

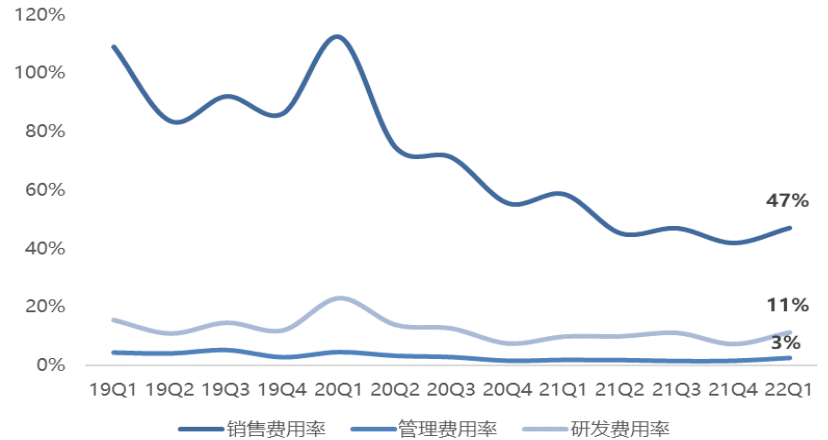
影响货币化率因素	短期	长期
商家结构： 品牌卖家广告投放意愿与能力更强	中小卖家占多数	品牌化方向，引入品牌商家
商家数量： 平台高曝光展位有限，商家越多需求越强	截至2021年6月商家数达到860万	平台优化体验下对商家吸引力增强
品类结构： 商品毛利越高佣金率越高	白牌商品、农产品占比大（农产品在总GMV中占比约5倍于行业平均水平）	百亿补贴、品牌化优化品类结构
买家结构： 中高端买家占比越大，平台毛利产品占比越大	低线城市占比高	百亿补贴等吸引一二线高消费人群
买家数量： 买家数量越多，平台对商家的吸引力更强	8.8亿ACC	ACC增长空间有限，在于提高复购率
平台运营策略	农产品零佣金政策；其他品类不会抽取商家佣金，只有0.6%的支付手续费；向百亿补贴商家抽佣金1%~3%	农业品类货币化率提升；SKU数量与质量提升；提升抽佣比例

盈利能力改善——费用端：由重营销到重研发转向，降本增效释放利润

销售费用率与管理费用率边际下降，盈利增强

- 费用端来看，（1）销售费用率：拼多多CEO陈磊表示公司战略由重销售与营销转变。销售费用率自2018年的102%降至2022Q1的47.15%，**预计竞争格局的进一步恶化，相关费用将有所增加**；（2）管理费用率：随着规模扩容中枢下降，2022Q1管理费用率降至2.2%，在公司规模保持较快增长而费用率边际下降的情况下；（3）研发费用率：基于公司对研发重视程度不断提升，研发费用率自2018年的8%升至2022Q1的11.22%。
- 综合来看，2022Q1毛利率为70%超出市场预期；净利率方面，截止2022Q1 non-GAAP净利率为17.65%，公司已连续四个季度实现盈利。

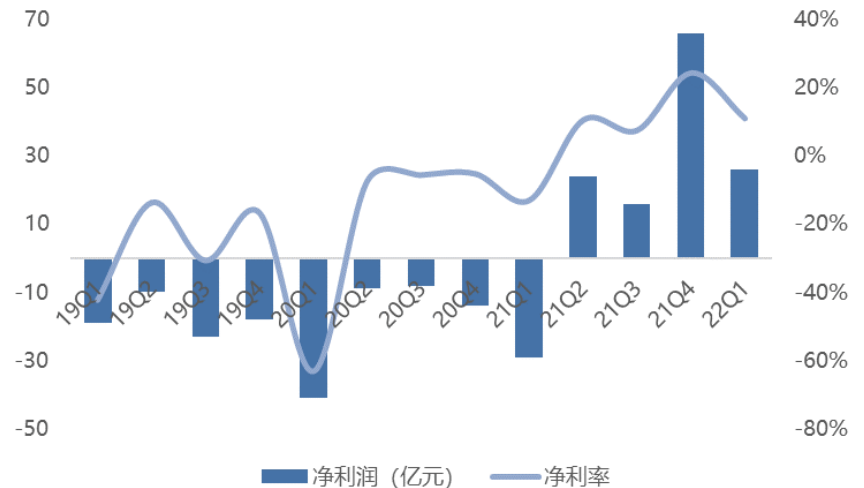
图：拼多多费用率变化



图：拼多多毛利润、毛利率变化



图：拼多多non-GAAP净利润、净利率变化



目录

一、行业现状与竞争格局

二、拼多多成长史：公司崛起核心逻辑、商业模式

三、拼多多未来展望：盈利能力改善逻辑

四、盈利预测与风险提示

基本假设

- **客单价：**相对行业平均水平拼多多客单价一直处于低位，随着平台商品逐步丰富、品牌化商品占比提升，客单价将得以拉动。
- **人均订单量：**随着平台用户体验不断优化、多多买菜等业务进一步发展，用户黏性将提升从而带动人均订单量的增长。
- **货币化率：**公司聚焦农业发展，对农产品实行零佣金政策且对农产品商户给予运营支持，随着农产品在平台商品总量占比逐步提高，整体货币化率提高空间受限；在线营销货币化率提升源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；管理层明确表示货币化率不是主要衡量指标。
- **用户数量：**公司目前用户规模为行业第一。年活跃用户约为8.7亿，占网民规模的80%左右，上升空间不大，用户规模增速将放缓。
- **自营商品业务：**为满足消费者多样化的产品需求，平台自行销售产品，随着平台商品品类丰富度提升，自营商品业务占比将下降从而释放毛利率。
- **成本费用方面：**公司表示将持续投入研发并控制其他成本费用，由重营销到重研发与平台设施建设转型，因此将进一步压缩营销费用率提高研发费用率。

盈利预测：营收预测

营收预测

	2017	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
GMV (亿元)	1,412	4,716	10,066	16,676	24,410	28,857	36,793	43,158
YoY		234%	114%	66%	46%	18%	28%	17%
年活跃买家量 (亿人)	2.45	4.19	5.85	7.88	8.69	8.93	9.11	9.29
YoY		71%	40%	35%	10%	3%	2%	2%
ARPU (元)	577	1,127	1,720	2,115	2,810	3,232	4,039	4,645
YoY		95%	53%	23%	33%	15%	25%	15%
人均订单量	18	27	34	49	70	85	101	111
YoY		49%	26%	44%	45%	21%	19%	10%
人均客单价 (元)	32	42	51	44	40	38	40	42
YoY		31%	21%	-15%	-8%	-5%	5%	5%
货币化率	1.23%	2.78%	2.99%	3.57%	3.85%	3.89%	3.92%	4.00%
YoY		125%	8%	19%	8%	1%	1%	2%
营业收入 (亿元)	17	131	301	595	939	1,121	1,444	1,727
YoY		653%	130%	98%	58%	19%	29%	20%

盈利预测：净利率预测

净利率预测

(亿元CNY)	2017	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	17	131	301	595	939	1,121	1,444	1,727
YoY		653%	130%	98%	58%	19%	29%	20%
毛利润	10	102	238	402	622	769	982	1,175
毛利率	58.7%	78%	79.1%	67.6%	66.3%	68.6%	68.0%	68.0%
YoY			1%	-15%	-2%	3%	-1%	0%
销售费用	13.45	134.42	271.74	411.95	448.02	479.94	545.07	601.45
销售费用率	77%	103%	90%	69%	48%	43%	38%	35%
YoY		899%	102%	52%	9%	7%	14%	10%
研发费用	1.29	11.16	38.70	68.91	89.92	129.10	187.69	224.57
研发费用率	7%	9%	13%	12%	10%	12%	13%	13%
YoY		765%	247%	78%	30%	44%	45%	20%
管理费用	1.33	64.57	12.97	15.07	15.41	22.42	28.88	34.55
管理费用率	7.6%	49.3%	4.3%	2.5%	1.6%	2.0%	2.0%	2.0%
YoY		4755%	-80%	16%	2%	46%	29%	20%
经营费用	16.07	210.15	323.41	495.93	553.35	631.46	761.64	860.57
营业利润	-5.86	-108	-85.38	-93.8	68.97	137.35	220.14	314.10
净利润 (GAAP)	-4.98	-102.17	-69.68	-71.8	77.68	121.09	184.81	255.66
净利率 (GAAP)	-28.62%	-77.99%	-23.15%	-12.07%	8.27%	10.80%	12.80%	14.80%
净利润(Non-GAAP)	-4.98	-34.56	-43	-30.08	138.29	188.36	268.55	359.31
净利率(Non-GAAP)	-28.62%	-26.38%	-14.29%	-5.06%	14.73%	16.80%	18.60%	20.80%

估值：P/E估值

盈利与股价预测

亿元 (CNY)	2017	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业利润	-5.86	-108	-85.38	-93.8	68.97	137.35	220.14	314.10
净利润 (GAAP)	-4.98	-102.17	-69.68	-71.8	77.68	121.09	184.81	255.66
Diluted Weighted Avg.Shares	17.64	7.42	11.56	11.92	14.28	13.71	13.71	13.71
Diluted EPS	-0.28	-13.77	-6.03	-6.02	5.44	8.83	13.48	18.65
YoY		4777.4%	-56.2%	-0.1%	-190.3%	62.4%	52.6%	38.3%
净利润(Non-GAAP)	-4.98	-34.56	-43.00	-30.08	138.29	188.36	268.55	359.31
Diluted EPS	-0.28	-4.66	-3.72	-2.52	9.68	13.74	19.59	26.21
YoY		1549.8%	-20.1%	-32.2%	-483.8%	41.9%	42.6%	33.8%
P/E (基于每股434.35CNY)	nm	nm	nm	nm	44.85	31.62	22.17	16.57

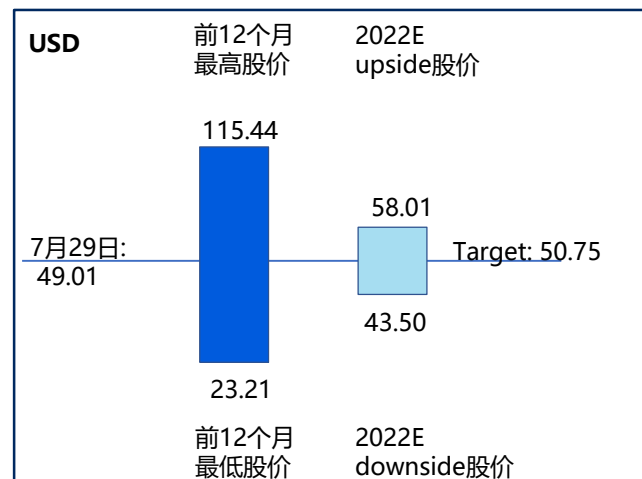
估值：P/E估值

盈利与股价预测

CNY	2021	2023E
Diluted EPS	9.68	19.59
PE Upside		20
股价2022E		391.8CNY/58.01USD
PE Downside		15
股价2022E		293.85CNY/43.50USD

Downside :

- (1) 经济基本面下行消费需求不振且下沉市场竞争激烈，业务增长及利润增长不及预期；
- (2) 货币化率提高幅度不及预期；
- (3) 用户粘性与用户价值提升不及预期；
- (3) 研发与营销费用投入加大，净利率释放不及预期；
- (4) 管理层披露信息有限，对公司发展趋势误判风险。



Upside:

- (1) 经济基本面下行与疫情管控政策影响下，相对阿里巴巴与京东，拼多多更具韧性。地区层面，比起低线城市，一线城市受疫情管控政策影响更大；产品结构层面，拼多多平台非生活必需类商品（例如大牌商品、数码电子等）占比相对较小。
- (2) 核心业务增长超市场预期；降本增效取得正面效果，净利率改善超市场预期；
- (3) 互联网监管政策边际改善；

风险提示

- **宏观经济下行**，影响居民消费意愿及消费能力，商家投放广告需求下降，拼多多货币化率与GMV增速不及预期，从而影响公司营收增长。
- **互联网监管政策变动风险**。平台规则变化带来的运营层面不确定性，电商盈利压力可能上升，影响自由现金流情况。
- **美股退市风险**。相比阿里巴巴、京东，拼多多并未在香港证券交易所上市，退市风险冲击更大。
- **市场竞争加剧，面临传统电商与新兴电商形态的共同冲击**。直播电商、内容电商、社交电商处于快速增长趋势或抢占公司流量与市场份额，加大未来经营风险。
- **百亿补贴对于提升客单价与用户粘性效果有限**。百亿补贴旨在消费升级，扩充中高端商品优化商品结构，但客单价近两年呈现下滑趋势。排除宏观经济不振背景，百亿补贴对消费拉动效果有待验证。
- **销售费用率上行**。行业竞争激烈，若新增用户、用户粘性不及预期，公司可能增加营销支出获取市场份额。
- **SKU丰富度拓展不及预期**或平台未能提供相对低价有竞争力的商品价格，致使用户流失。
- **商品品牌化与高端化不及预期**，影响货币化率的提升。
- **农业投入持续扩大**，若投资回报率不及预期，将影响公司利润率。
- **多多买菜业务进展不及预期**。目前社区团购竞争格局优化，形成多多买菜、美团优选双寡头格局（多多买菜市场份额达42%），需紧密跟踪竞争对手营运策略变化对市场份额的影响。

研究报告免责声明

• 一般声明

- 本报告由富途证券国际(香港)有限公司(“富途证券”)编制。本报告之持有者透过接收及/或观看本报告(包含任何有关的附件),表示并保证其根据下述的条件下有权获得本报告,并且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成违反有关法律。
- 未经富途证券事先以书面同意,本报告及其中所载的资料不得以任何形式(i)复制,复印或储存,或者(ii)直接或者间接分发或者转交予任何其它人作任何用途。富途证券对因使用本报告中包含的材料而导致的任何直接或间接损失概不负责。
- 本报告内的资料来自富途证券在报告发行时相信为正确及可靠的来源,惟本报告并非旨在包含投资者所需要的所有信息,并可能受送递延误,阻碍或拦截等因素所影响。富途证券不明示或暗示地保证或表示任何该等资料或意见的足够性,准确性,完整性,可靠性或公平性。因此,富途证券及其关连公司(统称“富途集团”)均不会就由于任何第三方在依赖本报告的内容时所作的行为而导致的任何类型的损失(包括但不限于任何直接的,间接的,随之而发生的损失)而负上任何责任。
- 本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映富途证券或其关连公司的立场,亦可在没有提供通知的情况下随时更改,富途证券亦无责任提供任何有关资料或意见之更新。
- 本报告只为一般性提供数据之性质,旨在供富途证券之客户作一般浏览之用,而非考虑任何某特定收取者的特定投资目标,财务状况或任何特别需要。本报告内的任何资料或意见均不构成或被视为富途集团的任何成员作出提议,建议或征求购入或出售任何证券,有关投资或其它金融证券。本报告所提及之产品未必适合所有投资者,阅览本报告的人士应在作出任何投资决策时须充分考虑相关因素并寻求专业建议。
- 本报告提供给某接收人是基于该接收人被认为有能力独立评估投资风险并就投资决策能行使独立判断。投资的独立判断是指,投资决策是投资者自身基于对潜在投资的目标、需求、机会、风险、市场因素及其他投资考虑而独立做出的。
- 本报告由受香港证券和期货委员会监管的富途证券于香港提供。香港的投资者若有任何关于富途证券研究报告的问题请直接联系富途证券。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页的作者姓名旁。
- 本报告中的任何内容均不得解释为购买或出售证券的要约或邀请。任何决定购买本研究报告中所提及的证券都应考虑到现有的公开信息,包括任何有关此类证券的招股说明书等。

• 分析员保证

- 主要负责撰写本报告的分析员确认(i)本报告所表达的意见都准确地反映他/她对本研究报告所评论的上市法团的个人观点;及(ii)他/她过往,现在或将来,直接或间接,所收取之报酬没有任何部份是与他/她在本报告所表达之特别推荐或观点有关连的。
- 分析员确认分析员本人及其有联系者均没有在研究报告发出前30日内及在研究报告发出后3个营业日内交易报告内所述的上市法团及其相关证券。

• 利益披露声明

- 报告作者为香港证监会持牌人士,分析员本人或其有联系者并未担任本研究报告所评论的上市法团高级管理人员,也未持有其任何财务权益。
- 本报告中,富途证券并无持有该上市公司市值的1%或以上的任何财务权益,在过去12个月内与该公司并无投资银行关系。本公司员工均非该上市公司的雇员。

• 可用性

- 对部分的司法管辖区或国家而言,分发,发行或使用本报告会抵触当地法律,法则,规定,或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。
- 此处包含的信息是基于富途证券认为之准确的来源。富途证券(或其附属公司或员工)可能在相关投资产品中拥有头寸及交易。富途集团及/或相关人士对投资者因使用本报告或依赖其所载资讯而引起的一切可能损失,概不承担任何法律责任。
- 有关不同产品风险的详细信息,请访问<http://www.futuhk.com>上的风险披露声明。