

2022年9月9日



## 拼多多 (PDD.US): 品牌上行, 利润释放

买入

首次覆盖

中国零售电商经过近二十年的衍变发展, 逐渐由增量步入存量时代, 我们预计疫情后逐步复苏, 未来稳健增长, 三年年均市场规模复合增速 10%。从“人、货、场”三个角度来看, 下沉用户争夺、近场电商崛起及去中心化下的渠道多元化是中国电商行业的三大主题。直播带货分食和政策变化等因素加剧行业竞争并助推竞争格局洗牌。我们从“多、快、好、省、易”五个维度, 分析了竞争环境变化对传统电商龙头的差异化影响。我们首次覆盖五家电商企业, 拼多多演绎“农村包围城市”, 品牌上行初见成效, 增速领先, 利润释放, 首予“买入”, 为电商首选。

赵丹 (互联网分析师)  
dan\_zhao@spdbi.com  
(852) 2808 6436

杨子超 (助理分析师)  
charles\_yang@spdbi.com  
(852) 2808 6409



欢迎关注  
浦银国际研究

# 目录

拼多多 (PDD.US)：品牌上行，利润释放 .....	3
白牌与品牌，下沉与上行 .....	5
白牌是拼多多在下沉市场崛起关键 .....	5
百亿补贴，吸引品牌入驻，“农村包围城市” .....	9
用户增速放缓，基本盘增长更依赖 ARPU .....	11
用户红利减弱，未来增长靠 ARPU .....	11
开启跨境电商，寻找新的流量红利 .....	14
“务农”构建供应链护城河 .....	15
财务分析及预测 .....	17
预计未来三年年均复合增长 23% .....	17
利润率或持续改善 .....	18
估值分析与预测 .....	19
首予“买入”评级，目标价 100 美元 .....	19
投资风险 .....	19
SPDBI 乐观与悲观情景假设 .....	21
财务报表 .....	22



# 拼多多 (PDD.US): 品牌上行, 利润释放

我们首次覆盖拼多多 (PDD.US), 给予“买入”评级, 目标价 100 美元。拼多多品牌上行初见成效, 收入增速领先, 盈利提升弹性大, 是我们电商赛道的首选。

- 白牌是下沉市场崛起关键, 品牌是破圈上行必修之路:** 过去几年, 拼多多异军突起, 成为中国电商行业最大的黑马, 用户体量达到阿里巴巴规模, 成为中国用户数最多的电商平台之一。拼多多的崛起, 离不开下沉市场红利和微信的社交流量扶持, 同时也受益于淘宝升级过程中大量的白牌商家溢出。白牌产品的低价优势极大地迎合了下沉市场消费需求, 而“百亿补贴”围绕品牌商品, 通过“农村包围城市”, 助力平台上行。随着用户数逐渐接近天花板, 未来收入增长将更多来自于消费频次和客单价的提升。我们预计收入未来三年年均复合增长 23%。
- 社区团购业务有望扭亏, 扬帆出海继续探索更大市场空间:** 拼多多将农业电商视为重点战略之一, “百亿补贴”助力农业研发。农产品在拼多多销售额占比约 16%, 是中国最大的农产品电商平台之一。目前农产品线上渗透率还较低, 行业增速显著高于其他销售品类。多多买菜业务处于社区零售第一梯队, 仍保持高速增长, 预计最快今年实现扭亏。此外, 公司宣布进军跨境电商, 寻找新的流量红利, 但目前尚处试水阶段, 仍有待观察。
- 持续降本增效, 利润逐步释放:** 公司在 2021 年首次实现全年盈利, 调整后利润为 15%。基于庞大的用户基数, 公司的变现能力已经得到证实, GMV 仍是收入增长的主要驱动。此外, 随着用户数已经接近见顶, 我们预计后期用于拉新的销售费用或持续优化, 利润率或进一步释放。
- 估值: 我们首予“买入”评级, 目标价为 100 美元。** 拼多多是中国电商行业中增速最快的公司之一, 或持续抢占市场份额; 公司已跨入盈利阶段, 预计未来利润率持续提升。目标价 100 美元, 对应 32x/25x 的 2022E/2023E 市盈率。
- 投资风险:** 政策风险, 针对互联网行业监管趋严; 行业竞争激烈, 或导致用户增长不及预期。

图表 1: 盈利预测和财务指标

人民币百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	59,492	93,950	124,062	149,596	175,513
毛利润	40,213	62,232	88,292	107,709	126,369
调整后净利润	(2,965)	13,830	31,142	39,653	48,754
目标 PE(x)			32.0	25.1	20.4

E=浦银国际预测 资料来源: 公司报告、浦银国际

完整报告: 《中国电商行业: 从五个维度看竞争环境变化对中国零售电商龙头的影响差异》

赵丹

互联网分析师  
dan\_zhao@spdbi.com  
(852) 2808 6436

杨子超

助理分析师  
charles\_yang@spdbi.com  
(852) 2808 6409

2022 年 09 月 09 日

拼多多 (PDD.US)

买入

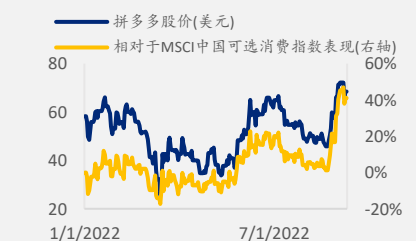
目标价 (美元)	100
潜在升幅/降幅	+46%
目前股价 (美元)	68.4
52 周内股价区间 (美元)	23.2-108.1
总市值 (百万美元)	86,497
近 3 月日均成交额 (百万美元)	761

注: 截至 2022 年 9 月 7 日收盘价

市场预期区间



股价表现



## 财务报表分析与预测

### 利润表

人民币百万元	FY20	FY21	FY22E	FY23E	FY24E
<b>收入</b>	<b>59,492</b>	<b>93,950</b>	<b>124,062</b>	<b>149,596</b>	<b>175,513</b>
收入成本	(19,279)	(31,718)	(35,770)	(41,887)	(49,144)
<b>毛利</b>	<b>40,213</b>	<b>62,232</b>	<b>88,292</b>	<b>107,709</b>	<b>126,369</b>
研发费用	(6,892)	(8,993)	(11,580)	(12,716)	(14,919)
销售费用	(41,195)	(44,802)	(48,152)	(55,351)	(61,430)
管理费用	(1,507)	(1,541)	(3,139)	(2,992)	(3,510)
其他费用	-	-	-	-	-
<b>经营盈利</b>	<b>(9,380)</b>	<b>6,897</b>	<b>25,421</b>	<b>36,651</b>	<b>46,511</b>
利息收入	1,698	1,831	3,027	3,482	3,830
其他收益净额	419	728	1,327	-	-
<b>除税前盈利</b>	<b>(7,263)</b>	<b>9,455</b>	<b>29,775</b>	<b>40,133</b>	<b>50,341</b>
其他损益	84	247	(87)	-	-
所得税开支	-	(1,934)	(5,337)	(8,027)	(10,068)
<b>年度盈利</b>	<b>(7,180)</b>	<b>7,769</b>	<b>24,351</b>	<b>32,106</b>	<b>40,273</b>
<b>调整后净利润</b>	<b>(2,965)</b>	<b>13,830</b>	<b>31,142</b>	<b>39,653</b>	<b>48,754</b>

### 现金流量表

人民币百万元	FY20	FY21	FY22E	FY23E	FY24E
<b>净利润</b>	<b>(7,180)</b>	<b>7,769</b>	<b>24,351</b>	<b>32,106</b>	<b>40,273</b>
折旧及摊销	652	1,495	2,936	5,511	7,426
其他调整项	3,675	5,957	6,677	7,547	8,481
营运资金变动	31,050	13,562	10,115	10,433	10,800
<b>经营现金流</b>	<b>28,197</b>	<b>28,783</b>	<b>44,078</b>	<b>55,597</b>	<b>66,980</b>
固定资产	(43)	(3,287)	(5,191)	(6,854)	(8,265)
投资	(38,077)	(32,721)	(26,176)	(20,941)	(16,753)
其他投资现金流	(238)	445	-	-	-
<b>投资现金流</b>	<b>(38,358)</b>	<b>(35,562)</b>	<b>(31,367)</b>	<b>(27,795)</b>	<b>(25,018)</b>
借款净额	906	(1,875)	-	-	-
发行股票	37,869	-	-	-	-
发行优先股/债券	13,024	-	-	-	-
其他融资现金流	(0)	0	-	-	-
<b>融资现金流</b>	<b>51,799</b>	<b>(1,875)</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>
汇率变动影响	(140)	(145)	-	-	-
<b>现金及现金等价物净流量</b>	<b>41,498</b>	<b>(8,800)</b>	<b>12,711</b>	<b>27,802</b>	<b>41,962</b>
年初现金及现金等价物	33,346	74,844	66,044	78,755	106,557
<b>年末现金及现金等价物</b>	<b>74,844</b>	<b>66,044</b>	<b>78,755</b>	<b>106,557</b>	<b>148,519</b>

### 资产负债表

人民币百万元	FY20	FY21	FY22E	FY23E	FY24E
现金及现金等价物	22,421	6,427	19,138	46,940	88,902
应收款项	4,970	4,924	4,864	4,791	4,705
短期投资	64,551	86,517	112,693	133,634	150,387
其他流动资产	57,582	63,042	63,042	63,042	63,042
<b>流动资产合计</b>	<b>149,524</b>	<b>160,909</b>	<b>199,737</b>	<b>248,407</b>	<b>307,036</b>
固定资产	203	2,203	7,100	13,403	20,926
无形资产	1,277	701	(1,647)	(6,056)	(11,997)
其他非流动资产	7,905	17,396	17,102	16,551	15,809
<b>非流动资产合计</b>	<b>9,385</b>	<b>20,301</b>	<b>22,556</b>	<b>23,899</b>	<b>24,738</b>
<b>资产总计</b>	<b>158,909</b>	<b>181,210</b>	<b>222,292</b>	<b>272,306</b>	<b>331,774</b>
短期借款	1,866	-	-	-	-
应付账款	57,220	64,473	71,026	77,165	82,927
其他流动负债	24,796	29,257	32,758	36,980	41,932
<b>流动负债合计</b>	<b>83,882</b>	<b>93,730</b>	<b>103,784</b>	<b>114,145</b>	<b>124,860</b>
可转债	14,433	11,789	11,789	11,789	11,789
其他非流动负债	418	577	577	577	577
<b>非流动负债合计</b>	<b>14,851</b>	<b>12,365</b>	<b>12,365</b>	<b>12,365</b>	<b>12,365</b>
<b>负债总计</b>	<b>98,733</b>	<b>106,095</b>	<b>116,149</b>	<b>126,510</b>	<b>137,225</b>
股本溢价	86,699	95,341	102,018	109,564	118,045
保留盈利及其他	(26,523)	(20,226)	4,125	36,231	76,504
<b>权益总额</b>	<b>60,176</b>	<b>75,115</b>	<b>106,143</b>	<b>145,795</b>	<b>194,549</b>

### 主要财务比率

	FY20	FY21	FY22E	FY23E	FY24E
<b>盈利增速</b>					
营业收入增速	97.4%	57.9%	32.1%	20.6%	17.3%
毛利润增速	68.9%	54.8%	41.9%	22.0%	17.3%
经营利润增速	NM	NM	268.6%	44.2%	26.9%
净利润增速	NM	NM	213.5%	31.8%	25.4%
调整后净利润增速	NM	NM	213.5%	31.8%	25.4%
<b>盈利能力比率</b>					
毛利率	67.6%	66.2%	71.2%	72.0%	72.0%
经营利润率	-15.8%	7.3%	20.5%	24.5%	26.5%
净利率	-12.1%	8.3%	19.6%	21.5%	22.9%
调整后净利率	-5.0%	14.7%	25.1%	26.5%	27.8%
<b>每股指标 (元)</b>					
基本EPS	-6.0	6.2	19.3	25.5	32.0
摊薄EPS	-6.0	5.4	17.1	22.6	28.3
调整后EPS	-2.5	9.7	21.9	27.9	34.3
<b>每股指标增速</b>					
基本EPS增速	NM	NM	212.0%	31.8%	25.4%
摊薄EPS增速	NM	NM	214.9%	31.8%	25.4%
调整后EPS增速	NM	NM	126.2%	27.3%	23.0%
<b>估值 (倍)</b>					
调整后目标P/E			32.0	25.1	20.4
目标P/S			8.0	6.7	5.7
目标P/B			9.4	6.8	5.1

E=浦银国际预测

资料来源: Bloomberg、浦银国际预测

# 拼多多 (PDD.US): 品牌上行, 利润释放

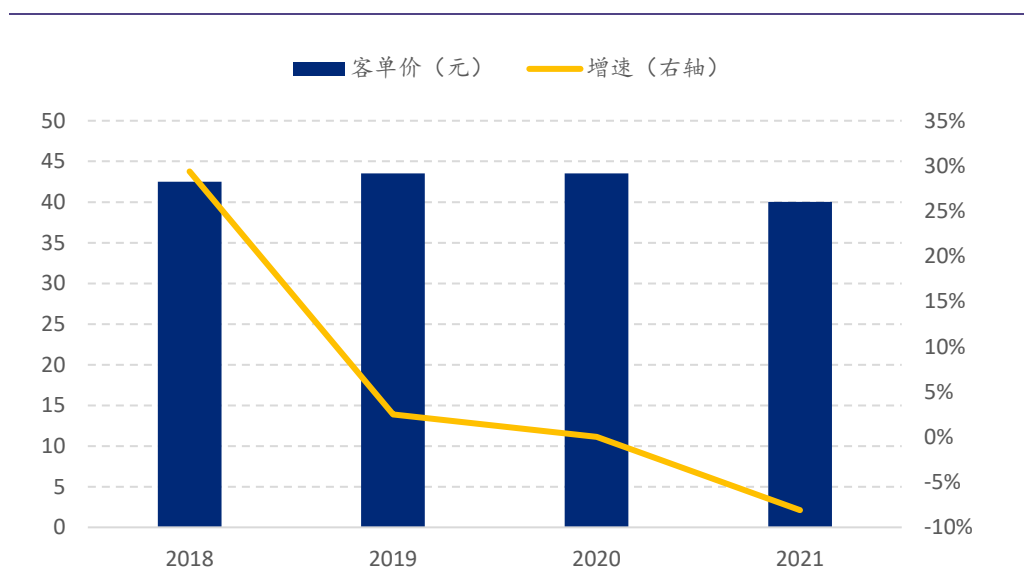
## 白牌与品牌, 下沉与上行

- 白牌是拼多多在下沉市场崛起关键

拼多多异军突起, 成为中国电商行业在过去几年的最大黑马。截至 2022 年一季度, 年度活跃用户为 8.82 亿, 是中国用户数最多的电商平台之一。拼多多的崛起, 离不开下沉市场红利和微信的社交流量扶持, 同时也受益于淘宝升级过程中大量的白牌商家溢出。

在“多、快、好、省、易”五大标准中, 拼多多作为电商平台最大的特点是“省”, 即“低价”, 其次为“易”。拼多多成立之初, 白牌和农产品占到很大比例, 因此, 平台客单价较低。此外, 除了平台商品本身低价外, 低价也得益于更为激进的补贴策略和更低的流量成本。

图表 2: 拼多多客单价



资料来源: 公司财报, 浦银国际

图表 3: 拼多多商品推荐以低价为主

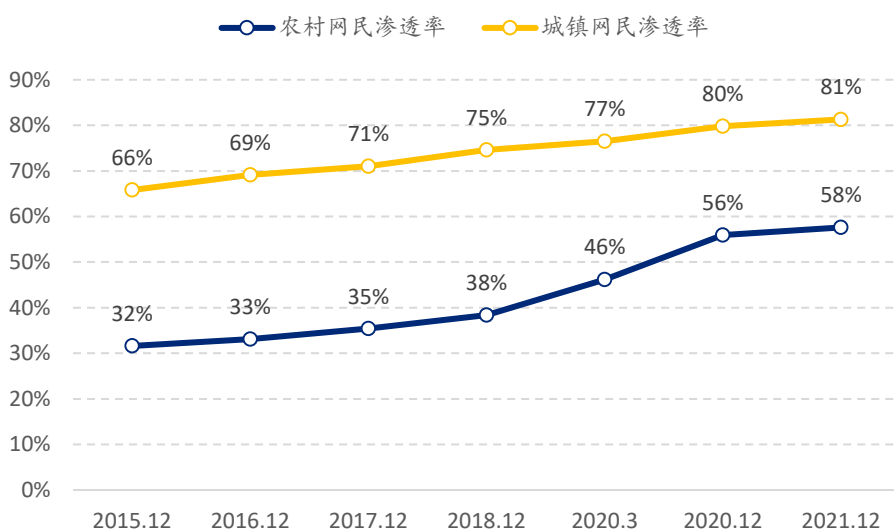


资料来源: 拼多多, 浦银国际

### 用户端: 迅速抢占下沉市场红利

农村互联网渗透率快速攀升。受益于智能手机和4G网络的普及,过去几年,中国农村互联网普及率得到了快速提升,由2015年的32%提升至2021年的58%,农村网民规模达到2.97亿,同期城镇互联网普及率分别为66%和81%。

图表 4: 中国农村及城镇网民渗透率

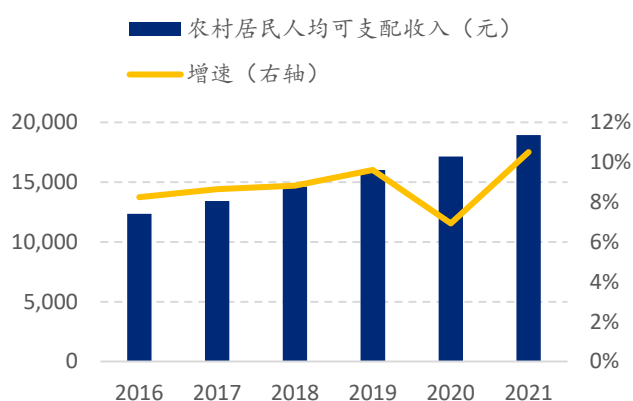


资料来源: CNNIC, 浦银国际

拼多多低价商品满足下沉市场用户需求。2021年，中国农村居民人均可支配收入为 18931 元，约为城镇居民收入的 40%。下沉市场用户收入相对较低，因此在进行购物决策时会更关注于商品性价比，偏价格敏感，拼多多的低价恰好满足了这部分用户的需求。

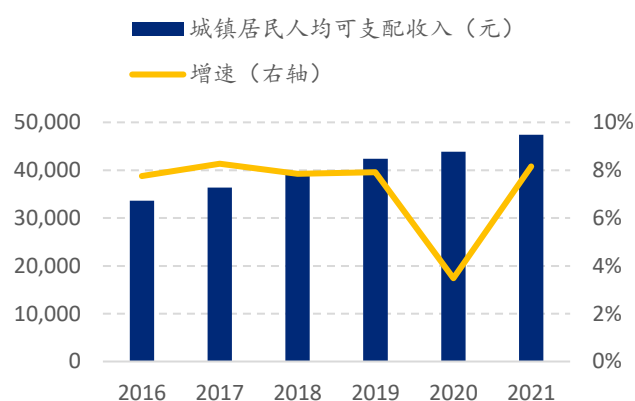
农村居民人均可支配收入增速高于城镇居民，消费增长潜力大。尽管农村居民收入较低，增长潜力并不低，过去几年农村居民的人均可支配收入增速均高于城镇居民，2021年同比增长 11%，高于城镇居民的 8%。

图表 5: 中国农村居民人均可支配收入



资料来源：国家统计局、浦银国际

图表 6: 中国城镇居民人均可支配收入



资料来源：国家统计局、浦银国际

借助微信生态，产品简单易用，加速用户裂变。微信生态的扶持，包括微信支付和微信社交传播，再加上“砍一刀”的营销方式（即发送商品链接给朋友，让朋友帮忙点链接以“砍价”），加速其在下沉市场的用户裂变。对于下沉市场的新用户来说，拼多多不仅价格便宜，而且操作简便，对电商新用户更加友好。拼多多省去了购物车，简化了购物流程。

## 商户端：借势于淘宝升级，吸收淘汰的白牌商家

拼多多对白牌商品友好，吸引中小商户入驻。2012年，阿里巴巴将“淘宝商城”升级为“天猫”，推动淘宝品牌化进程。淘宝将更多资源侧重于品牌商家，而中小商家的生存空间受到进一步的挤压。此外，为保障平台商品质量，淘宝不断整顿并清理掉许多中小商家，其中包括很多白牌商家。白牌商品，主要指无品牌商品，通常直接由厂家或厂家的分销方发货，价格相比品牌商品有优势。

因此，不少商家被迫离开淘宝，而拼多多成为了当时稀缺的替代平台。而拼多多则凭借微信体系的社交流量，集中到有限的SKU来打造爆款商品，不断吸引中小商家入驻，形成差异化竞争。

**拼购模式聚合需求，C2M助力白牌厂商。**通过“拼团”和C2M（Consumer to Manufacturer，用户直连制造）模式，拼多多将零散的消费需求聚合成了密集需求，让制造商能够根据用户需求而调整产品生产销售计划，大大减少了库存和供应链风险。

同时，由于C2M模式省去了品牌商、经销商等环节，能够让消费者享受到批发的价格。拼多多于2018年推出“新品牌计划”，帮助上游制造商推出自己的品牌，利用平台流量支持以推动这些品牌的成长。2020年拼多多升级“新品牌计划”，计划将在2021-2025年间，扶持100个产业带，推出10万款定制化产品，协助5000家制造企业，开拓10000亿定制化产品增量市场。

## ● 百亿补贴，吸引品牌入驻，“农村包围城市”

百亿补贴，助力上行。2019年6月拼多多开始推百亿补贴，最初覆盖重点品类是苹果手机为代表的高客单价数码3C产品，此后不断将补贴品类拓展至美妆、家电、服装以及生鲜等领域，目前的“百亿补贴”已经成长为拼多多的顶流频道。

对于拼多多，“百亿补贴”的战略意义重大：

- **提升平台质量和形象：**通过补贴，吸引品牌官方店铺入驻，摆脱“假货”、“低质”固有印象，提升平台整体质量和形象，同时也能品牌厂商的营销推广需求更大；
- **优化用户结构：**通过补贴来吸引一、二线城市的高线用户的加入，“农村包围城市”。
- **丰富平台商品品类，**满足更加多元的用户需求。

图表 7: 拼多多百亿补贴



资料来源：拼多多、浦银国际

图表 8: 拼多多品牌入驻

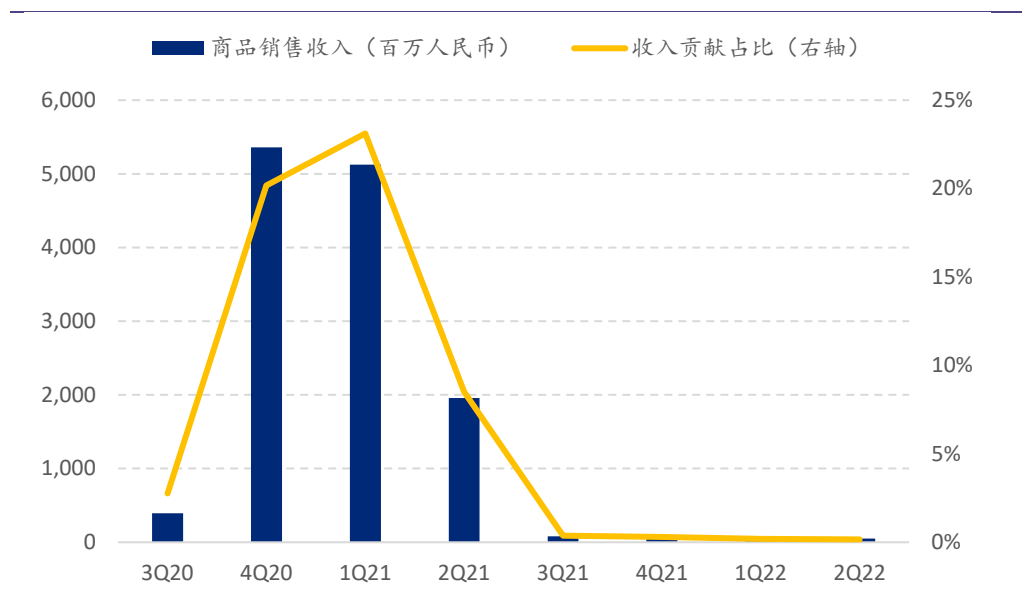


资料来源：拼多多、浦银国际

品牌上行，初见成效。今年拼多多在618期间上线了品牌专场，首批参与品牌旗舰店的超过500家，包括小米、安踏等品牌。拼多多通过百亿补贴对专场进行二次补贴，助力品牌化升级。

自营业务只是暂时性举措，已战略性缩减。公司的自营业务主要是考虑有些商品暂时没有商家入驻，为了保证平台商品的丰富性，而推出的暂时性举措。随着“二选一”取消以及引入品牌入驻，平台商家正逐渐完善，销售产品愈加多样，自营业务将逐步缩减，目前贡献甚微。

图表 9: 拼多多商品销售收入



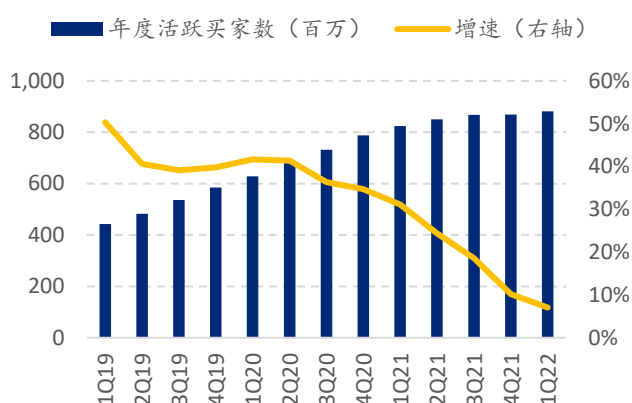
资料来源：公司财报，浦银国际

# 用户增速放缓，基本盘增长更依赖 ARPU

## ● 用户红利减弱，未来增长靠 ARPU

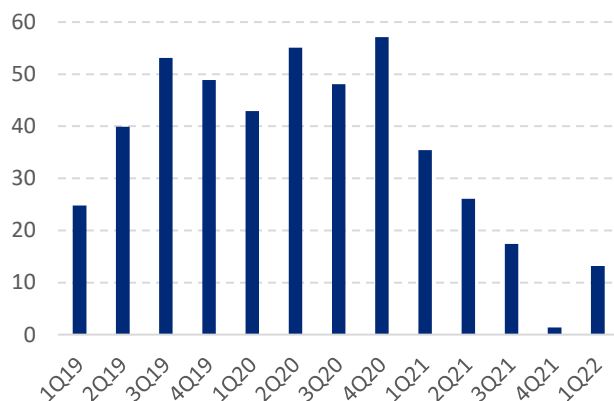
拼多多用户增速逐渐放缓。2020年，拼多多年活跃买家数达 7.88 亿，首次超越淘宝成为中国用户规模最大的电商平台。截至 1Q22，拼多多平台年活跃买家数达 8.82 亿，同比增长 7%，环比增 2%，用户增长逐步放缓。

图表 10: 拼多多年度活跃买家



资料来源：公司财报、浦银国际

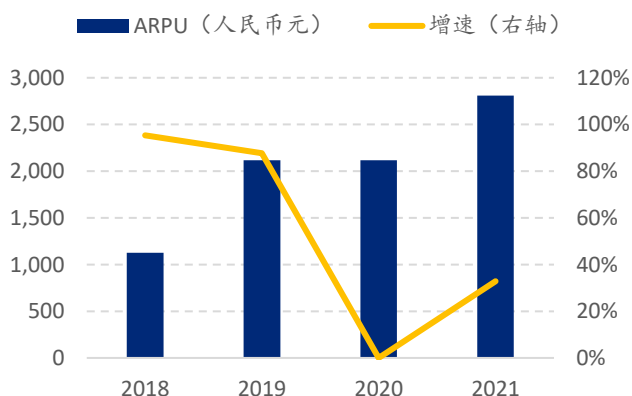
图表 11: 拼多多季度环比新增用户 (百万)



资料来源：公司财报、浦银国际

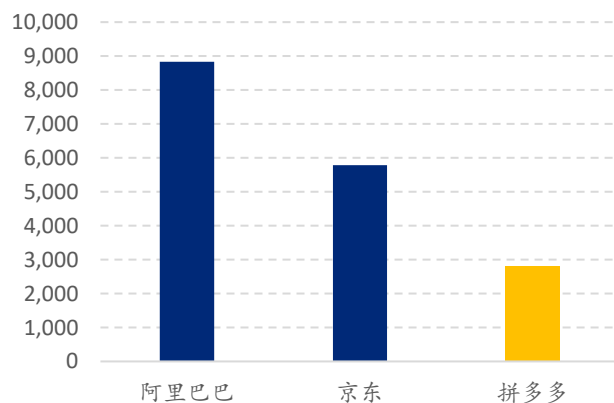
拼多多的 ARPU 远低于同业，仍有提升空间。拼多多的 ARPU 在过去几年已实现了快速增长，从 2017 年的 577 元增长至 2021 年的 2810 元。但相较于阿里巴巴和京东，拼多多 ARPU 还处于较低水平，未来仍有很大提升空间。

图表 12: 拼多多 ARPU



资料来源：公司财报、浦银国际

图表 13: 2021 年电商 ARPU 对比 (人民币元)



注：阿里巴巴为 FY21 数据  
资料来源：公司财报、浦银国际

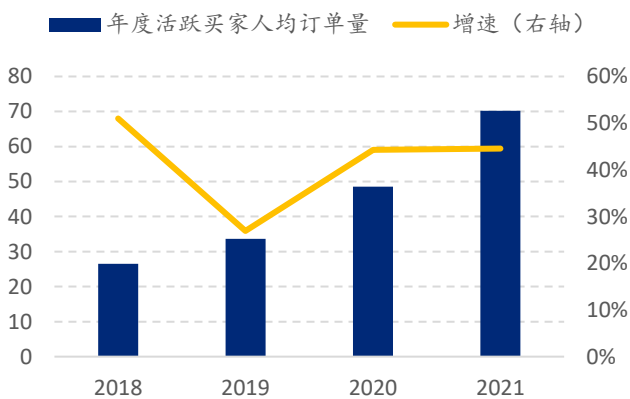
未来更多依赖消费频次的提升，客单价或稳中有升。如果说拉新获客是拼多多在过去几年的重中之重，那拼多多的下半场将更加重视留存复购。目前，拼多多用户规模已逐渐触顶，上升空间有限，复购率将成为未来收入增长的主要驱动。拼多多还推出多多果园、多多矿场和多多旅行等娱乐性功能，来提高用户时长和粘性。

拼多多 ARPU 的增长主要贡献来源是用户消费频次的增长。2021 年，拼多多年度活跃买家人均订单量同比增长 45%至 70 次。拼多多月活跃用户数占当期年度活跃买家数的比例已经从 2017 年的 58%提升到 2021 年的 84%。

客单价方面，由于低客单价的多多买菜业务快速发展，2021 年客单价有所降低，同比下降 8%至 40 元。但从拼多多的三个发展趋势中，可以看到对客单价的支撑：

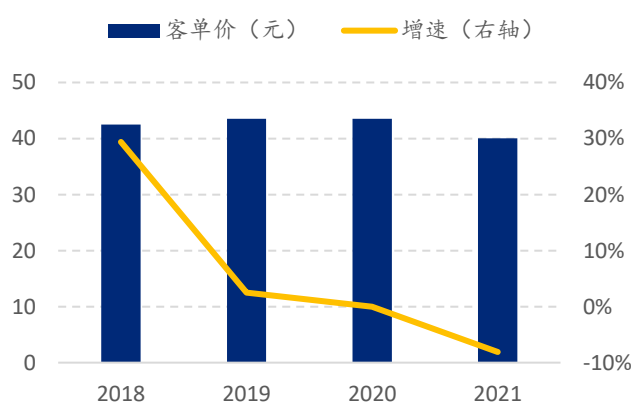
- **低客单价品类往高客单价品类发展。**从日用品、农副产品等品类，扩充到 3C 数码、家电、服饰等高单价商品。
- **白牌往品牌发展。**通过过去几年的品牌化战略，品牌商品 GMV 已提升将近 75%，品牌数量合计占比 41%。
- **低线城市往高线城市发展。**拼多多用户规模已增长至约 9 亿，一线至三线城市用户占比约 65%。高线城市用户有望推动客单价的提升。

图表 14: 拼多多消费频次



资料来源：公司资料、浦银国际

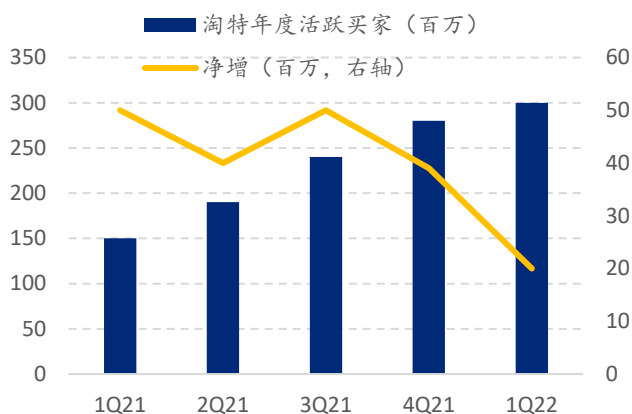
图表 15: 拼多多客单价



资料来源：公司资料、浦银国际

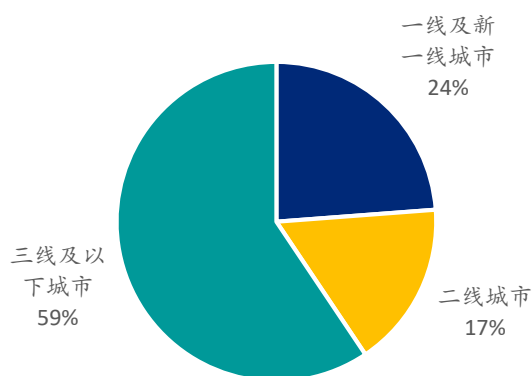
**淘特增长迅猛，争夺下沉红利。**根据阿里巴巴业绩公告，截至 2022 年一季度，淘特用户数已突破 3 亿。淘特开展正面竞争，争夺下沉市场用户。尽管拼多多发力下沉市场早，但其实尚未建立起足够的竞争壁垒。从阿里巴巴的战略角度来看，近几个季度核心电商业务增速持续承压。阿里巴巴将淘特、本地生活等新业务视为电商业务新的增长点。而拼多多也从进攻方转为防守方，下沉市场的优势或受到一定影响。

图表 16: 淘特用户增长强劲



资料来源：公司财报、浦银国际

图表 17: 拼多多用户城市分布



资料来源：极光 (2020.06)、浦银国际

**淘特与拼多多用户高度重合。**根据 QuestMobile 数据，2021 年 6 月淘特与拼多多的用户重合度高达 78%。而且两者的用户特点都以下沉市场为主，偏价格敏感型。因此，用户对平台的忠诚度较低，也就导致平台上的“羊毛党”很容易流失。淘特的定位与拼多多存在差异。拼多多主打是全产业链的一个社交电商平台，淘特现在更像是一个端口，一个淘系电商内的低价倾销平台，长期来看，还是有比较大差异的。

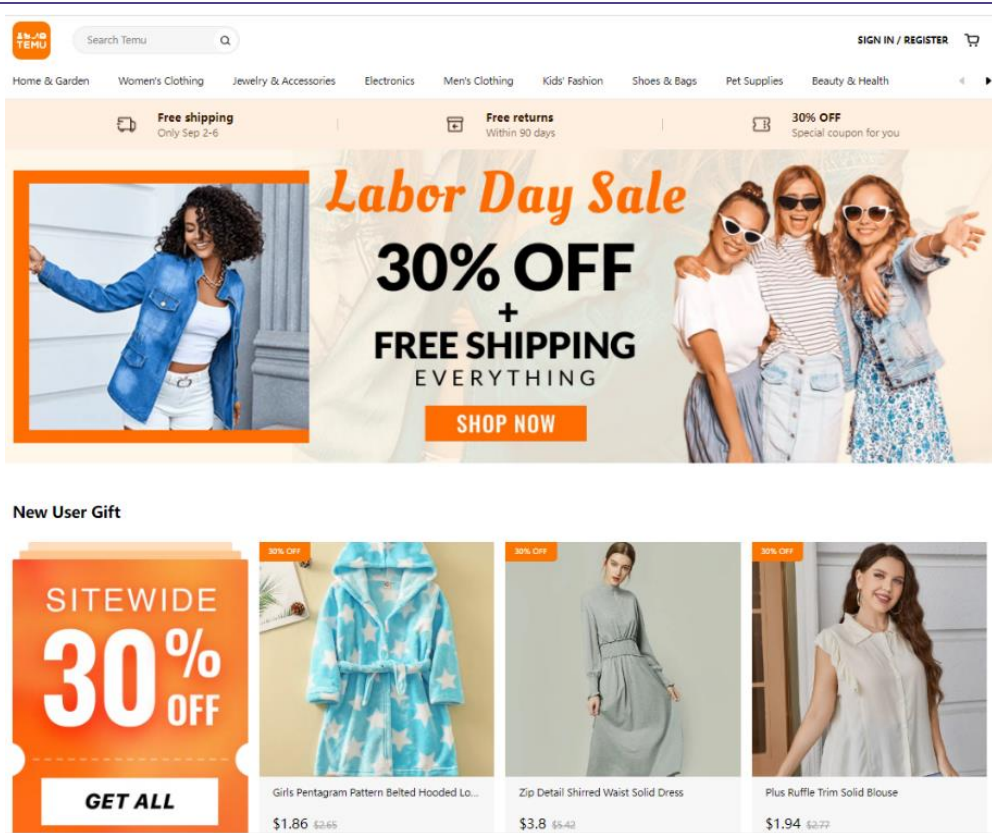
## ● 开启跨境电商，寻找新的流量红利

9月1日，拼多多跨境电商平台 Temu 正式上线，首站为美国市场，主打女装服饰、也覆盖家居园艺、电子产品、男装、美妆等品类，强调商品性价比。

目前商家入驻拼多多平台无需缴纳任何费用，且无销售佣金。Temu 采取的是供货模式，卖家相当于供应商，与拼多多确认选品和价格后，将货品发送到拼多多国内仓库，后续由拼多多负责定价及推广，此模式下商品品质能够更好的得到保障。目前 Temu 商城总体商品数量有限，预计会在短期内快速丰富产品数量，同时网站界面和功能较为简单，相信后续会逐步完善。

拼多多出海的优势在于国内的供应链能力，挑战在于履约和获客。凭借拼多多在国内强大的供应链能力，Temu 有望打造成全品类低价平台。而拼多多出海的主要挑战在于履约和获客成本。拼多多在海外物流仓储方面未有太多的积累，同时北美流量获客成本也明显高于国内。拼多多的海外扩张有望成为新的增长推动，但预计短中期将对利润端有较大压力。由于拼多多出海仍处于起步阶段，拼多多海外进展还需持续观察。

图表 18: Temu 官网



资料来源：公开资料，浦银国际

## “务农”构建供应链护城河

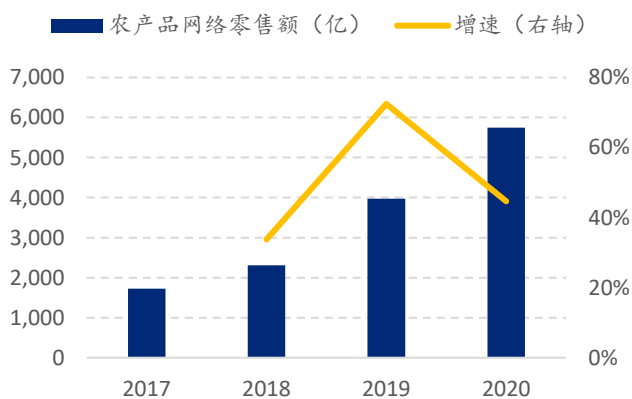
拼多多旨在打造全球最大农产品零售平台，差异化竞争。拼多多 2018 年、2019 年和 2020 年的农副产品 GMV 分别为 653 亿元、1364 亿元、2700 亿元，每年保持三位数增长。农产品在拼多多总 GMV 中的占比不断提升，在 2020 年达到 16%，远高于其他主流电商平台。

“农业数字化”成为公司的核心战略之一。更快覆盖农产品消费场景、更深扎根农产品供应链，是公司在农产品方面的两大目标。拼多多为何将“农业数字化”作为核心战略？

### 1. 农业和农产品数字化率远低于其他品类，潜在市场空间巨大

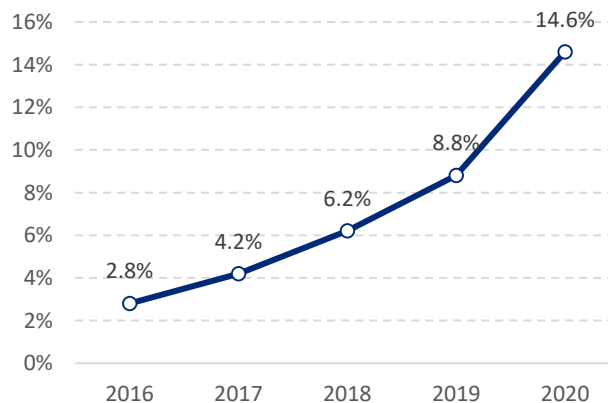
2020 年，中国农产品网络零售额为 5750 亿元人民币，同比增长 37.9%，增速显著高于同期实物商品网上零售额的 14.8%。农业农村部在《全国乡村产业发展规划(2020-2025 年)》中提出，到 2025 年，农产品网络销售额目标达到 1 万亿元。根据艾瑞数据，受疫情推动线上化，2020 年生鲜电商零售线上占比已提升至 14.6%，随着消费习惯养成和物流体系的完善，我们预计渗透率还将逐步提升。

图表 19: 中国农产品网络零售额



资料来源：商务部、浦银国际

图表 20: 中国生鲜电商零售市场线上占比



资料来源：艾瑞、浦银国际

农业需要重资产和长期投入，尚未被其他巨头抢占。农产品具有地域覆盖广、高消费频次、易腐损等特性，对供应链水平有着更高的要求，线上化存在一定难度，并非短时期内就能改造完成，是一项长期且艰巨的工程，因此成为了少数尚未被其他巨头抢占的细分领域。

## 2. 强化供应链竞争优势，单靠低价不足以确立行业壁垒

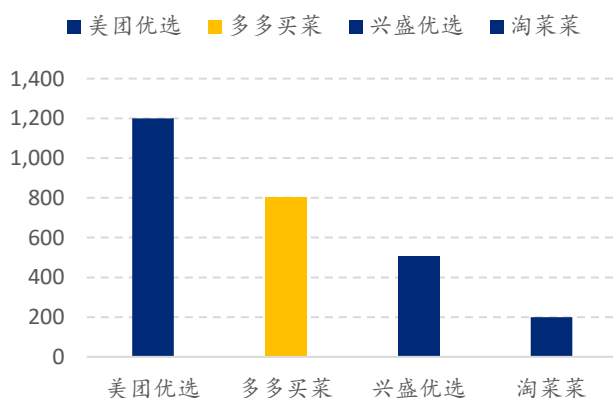
电商逐渐进入了存量竞争，未来更多比拼的是供应链端的效率。拼多多过去的低价优势并不能确立持久的护城河优势，仍需要在供应链上游加大布局。拼多多正打造一个聚焦农业的物流基础设施平台，以保障农产品品质，减少损耗，并缩短交货时间。只有这样，才能确立真正的护城河。

拼多多在农产品方面，不仅重视下游的销售环节，不断向上游环节渗透布局。公司于2021年二季度业绩会上提出“百亿农研专项”，致力于推动农业科技进步。**上游**，拼多多与农民合作，致力于提高农产品的标准化的效率提升；**中游**，通过与物流公司合作，构建完整的农产品运输网络；**下游**，协助农民直连消费者，省去中间环节，解决销售终端问题。拼多多通过实现“最初一公里”到“最后一公里”的全链条覆盖，逐步确立在农产品品类的优势。

## 3. 和“多多买菜”产生协同效应

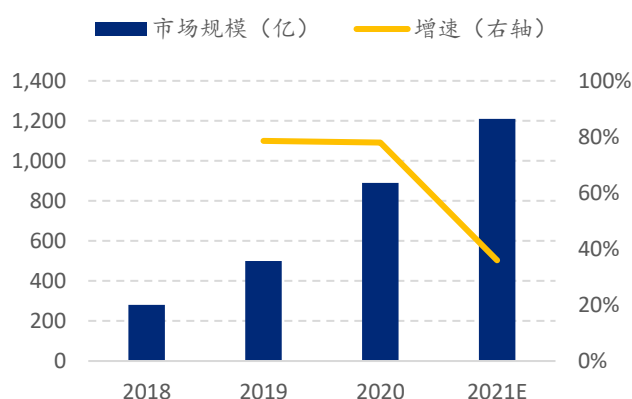
2020年8月，拼多多正式推出社区零售业务“多多买菜”，是公司目前的重点战略业务之一。社区零售的目标用户更看重菜品的低价和实惠，因此该模式更容易在低线城市爆发。而拼多多的优势在于社区零售目标用户和其自身用户高度契合，模式也较为相近。经过近两年的快速扩张，社区团购赛道竞争格局逐渐明朗，目前多多买菜和美团优选位于第一梯队。今年的战略重点也从城市扩张向盈利逐步倾斜，我们预计目前经营亏损在5%左右，预计最早有望今年实现扭亏。

图表 21: 社区团购竞争格局 (2021 年 GMV, 亿)



资料来源：星图数据、浦银国际

图表 22: 社区团购市场规模



E=KANTAR 预测

资料来源：KANTAR、浦银国际

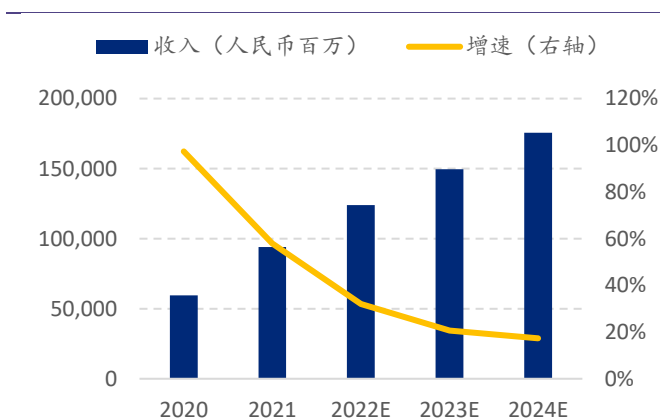
## 财务分析及预测

### ● 预计未来三年年均复合增长 23%

2021 年，拼多多收入同比增长 58%，达到 940 亿人民币。分部收入来看，在线市场服务收入 726 亿，同比增长 51%，收入贡献占比 77%；交易服务收入 141 亿，同比增长 144%，占比 15%；商品销售收入 72 亿，占比 8%。我们预计拼多多 2022 年收入将增长 32% 至 1241 亿，其中在线市场服务增长 34%，交易服务增长 90%。我们预计 2021-2024E 年收入可达到 23% 的年复合增长。

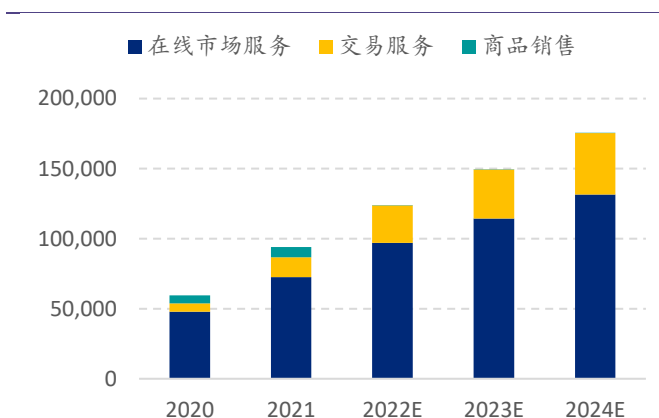
**2Q 业绩：**收入为 314 亿，同比增长 36%，其中在线市场服务收入同比增长 39%，交易服务同比增长 107%；毛利率同比提升 8.9 个百分点至 74.7%；调整后净利润同比增长 161% 至 108 亿，调整后净利率为 34.3%。

图表 23: 拼多多收入预测



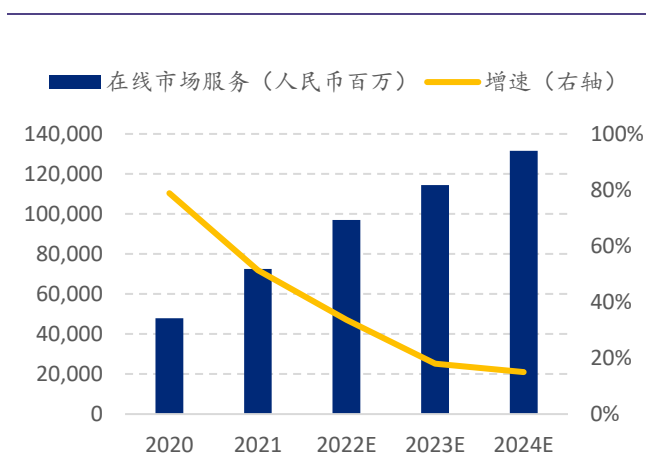
E=浦银国际预测，资料来源：公司财报、浦银国际

图表 24: 拼多多分部业务预测 (人民币百万)



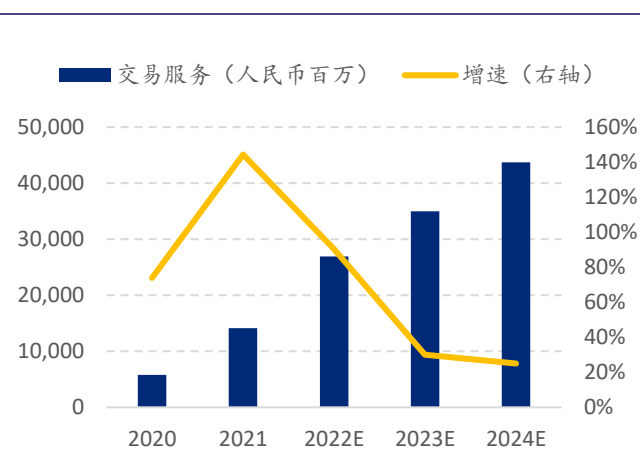
E=浦银国际预测，资料来源：公司财报、浦银国际

图表 25: 在线市场服务收入预测



E=浦银国际预测，资料来源：公司财报、浦银国际

图表 26: 交易服务收入预测



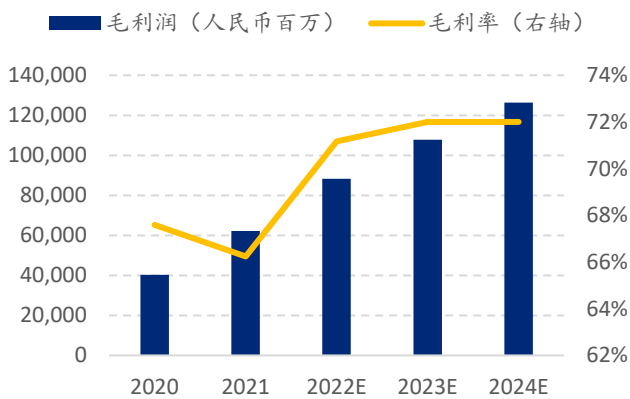
E=浦银国际预测，资料来源：公司财报、浦银国际

## ● 利润率或持续改善

2021 年公司毛利率为 66.2%，主要是由于低毛利的商品销售收入占比的提升。随着自营业务的战略收缩，我们预计 2022 年毛利率将回升至 71%。

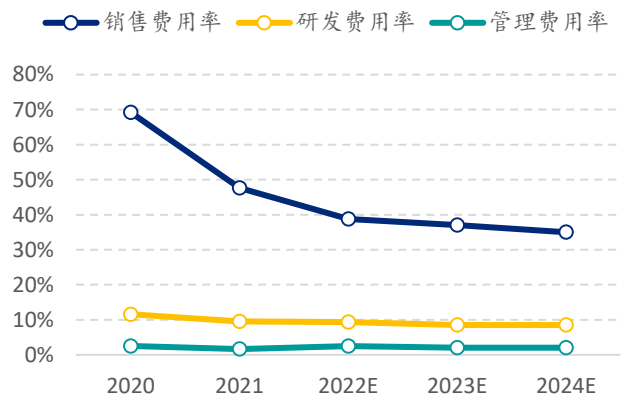
我们预计拼多多 2022 年利润率为 25.1%。拼多多在 2021 年首次实现年度盈利，调整后净利率为 14.7%。我们预计公司 2022 年调整后净利润达到 311 亿，调整后净利率为 25.1%。

图表 27: 拼多多毛利润预测



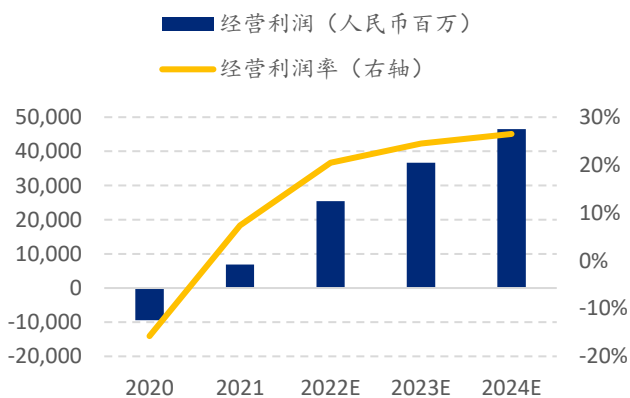
E=浦银国际预测  
资料来源：公司财报、浦银国际

图表 28: 拼多多费用率预测



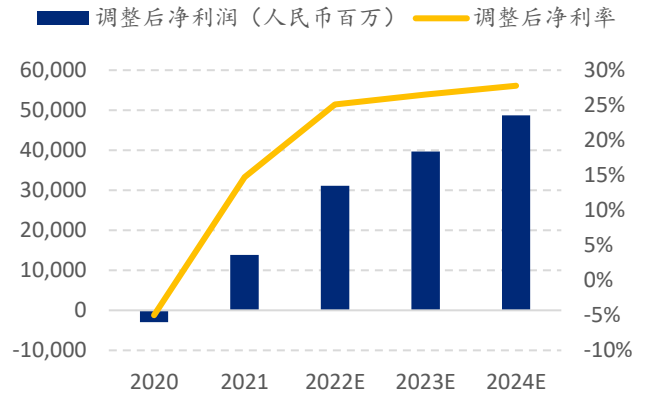
E=浦银国际预测  
资料来源：公司财报、浦银国际

图表 29: 拼多多经营利润预测



E=浦银国际预测  
资料来源：公司财报、浦银国际

图表 30: 拼多多调整后净利润预测



E=浦银国际预测  
资料来源：公司财报、浦银国际

## 估值分析与预测

### ● 首予“买入”评级，目标价 100 美元

我们预测拼多多 2023 年调整后净利润为 397 亿元人民币，参考行业可比公司估值水平，并考虑到公司仍保持较高增速，给予公司 2023 年 25x P/E，得到目标价 100 美元，首予“买入”评级，对应 2022E/2023E 年 32x/25x P/E。

图表 31: 电商公司估值比较

股票代码	公司名称	市值 (百万美元)	股价 (交易货币)	P/E(市盈率, 倍)			P/S(市销率, 倍)		
				2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
BABA US Equity	阿里巴巴	239,867	90.6	13.0	10.7	8.8	1.9	1.7	1.5
JD US Equity	京东	93,517	59.9	32.8	25.8	19.7	0.6	0.5	0.5
PDD US Equity	拼多多	86,497	68.4	25.8	20.8	17.0	5.0	4.0	3.4
VIPS US Equity	唯品会	6,668	10.5	8.3	8.0	7.3	0.4	0.4	0.4
9878 HK Equity	汇通达	2,931	40.9	43.5	25.6	17.1	0.2	0.2	0.1
BZUN US Equity	宝尊	465	7.9	16.5	8.8	6.2	0.3	0.2	0.3
平均				<b>23.3</b>	<b>16.6</b>	<b>12.7</b>	<b>1.4</b>	<b>1.2</b>	<b>1.0</b>
AMZN US Equity	Amazon	1,319,085	129.5	N/A	37.5	24.3	2.5	2.2	1.9
SE US Equity	Sea	33,047	58.8	N/A	N/A	N/A	2.6	2.1	1.7
MELI US Equity	Mercado Libre	44,685	887.7	N/A	N/A	41.4	4.3	3.4	2.7
EBAY US Equity	eBay	24,535	44.7	11.0	10.1	9.1	2.5	2.5	2.4
ETSY US Equity	Etsy	13,593	107.4	33.3	29.6	25.2	5.5	4.9	4.3
4385 JP Equity	Mercari	2,374	2,123.0	N/A	N/A	40.8	2.2	1.8	1.5
BUKA IJ Equity	Bukalapak	2,021	292.0	10.0	N/A	N/A	9.5	6.8	4.9
平均				<b>18.1</b>	<b>25.7</b>	<b>28.2</b>	<b>4.2</b>	<b>3.4</b>	<b>2.8</b>

E=Bloomberg 一致预期，股价截至 9 月 8 日

资料来源：Bloomberg、浦银国际

## 投资风险

- 宏观经济放缓，或导致整体消费市场不及预期。公司的收入增速也将会受到直接影响。
- 行业竞争愈加激烈，或导致竞争格局进一步恶化。公司的利润率或将面临一定压力。
- 互联网行业监管趋严。针对社区团购、生鲜电商的相关政策仍存在不确定性，若监管趋严，或对新业务扩张带来影响。

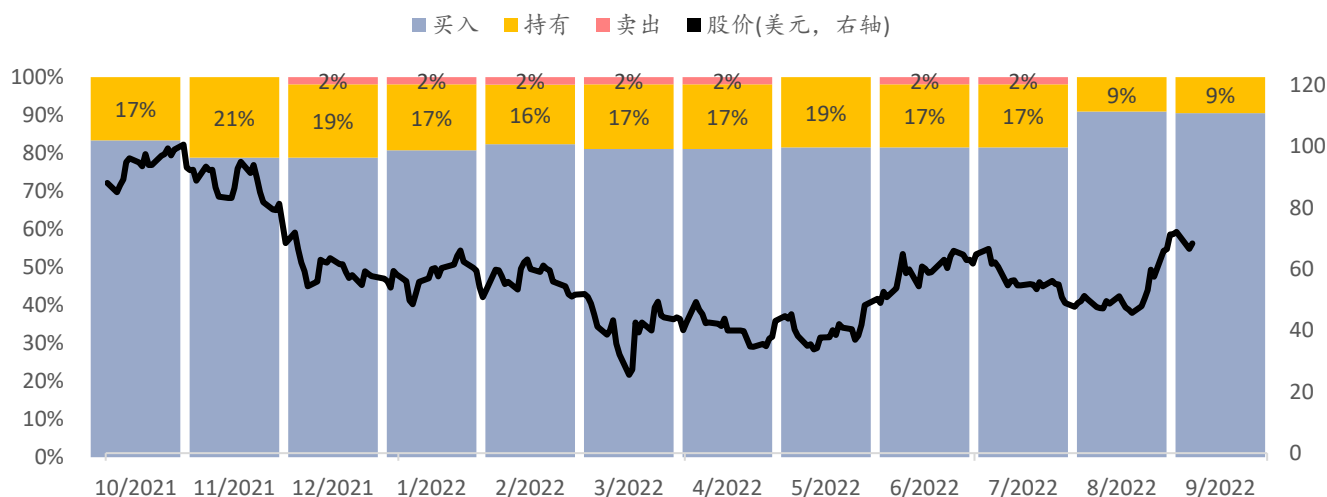
图表 32：浦银国际目标价：拼多多（PDD.US）



注：截至 2022 年 9 月 7 日收盘 资料来源：Bloomberg、浦银国际

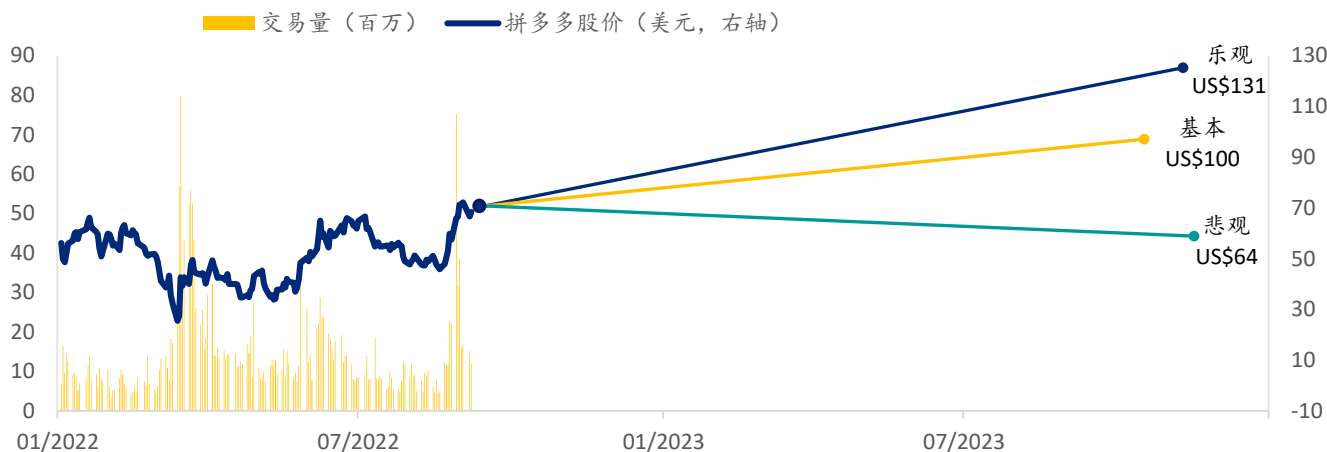
# SPDBI 乐观与悲观情景假设

图表 33: 拼多多市场普遍预期



资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 34: 拼多多 SPDBI 情景假设



乐观情景: 公司盈利水平好于预期  
(概率: 20%)

目标价: 131 美元

- 若公司 2023 年 GMV 超过 4 万亿, 将推动收入增长好于预期。
- 跨境电商业务发展成效显著, 或称为新增动力。

悲观情景: 公司盈利水平不及预期  
(概率: 20%)

目标价: 64 美元

- 若公司 2023 年 GMV 低于 3.5 万亿, 则收入增长或逊于预期。
- 若跨境电商业务加速扩张但 GMV 表现不佳, 或对公司整体利润率造成较大影响。

资料来源: 浦银国际预测

# 财务报表

图表 35: 损益表

人民币百万元	FY20	FY21	FY22E	FY23E	FY24E
<b>损益表</b>					
收入	59,492	93,950	124,062	149,596	175,513
收入成本	(19,279)	(31,718)	(35,770)	(41,887)	(49,144)
<b>毛利</b>	<b>40,213</b>	<b>62,232</b>	<b>88,292</b>	<b>107,709</b>	<b>126,369</b>
研发费用	(6,892)	(8,993)	(11,580)	(12,716)	(14,919)
销售费用	(41,195)	(44,802)	(48,152)	(55,351)	(61,430)
管理费用	(1,507)	(1,541)	(3,139)	(2,992)	(3,510)
其他费用	-	-	-	-	-
<b>经营盈利</b>	<b>(9,380)</b>	<b>6,897</b>	<b>25,421</b>	<b>36,651</b>	<b>46,511</b>
利息收入	1,698	1,831	3,027	3,482	3,830
其他收益净额	419	728	1,327	-	-
<b>除税前盈利</b>	<b>(7,263)</b>	<b>9,455</b>	<b>29,775</b>	<b>40,133</b>	<b>50,341</b>
其他损益	84	247	(87)	-	-
所得税开支	-	(1,934)	(5,337)	(8,027)	(10,068)
<b>年度盈利</b>	<b>(7,180)</b>	<b>7,769</b>	<b>24,351</b>	<b>32,106</b>	<b>40,273</b>

E=浦银国际预测

资料来源: 公司年报, 浦银国际

图表 36: 资产负债表和简明现金流量表

人民币百万元	FY20	FY21	FY22E	FY23E	FY24E
<b>资产负债表</b>					
现金及现金等价物	22,421	6,427	19,138	46,940	88,902
应收款项	4,970	4,924	4,864	4,791	4,705
短期投资	64,551	86,517	112,693	133,634	150,387
其他流动资产	57,582	63,042	63,042	63,042	63,042
<b>流动资产合计</b>	<b>149,524</b>	<b>160,909</b>	<b>199,737</b>	<b>248,407</b>	<b>307,036</b>
固定资产	203	2,203	7,100	13,403	20,926
无形资产	1,277	701	(1,647)	(6,056)	(11,997)
其他非流动资产	7,905	17,396	17,102	16,551	15,809
<b>非流动资产合计</b>	<b>9,385</b>	<b>20,301</b>	<b>22,556</b>	<b>23,899</b>	<b>24,738</b>
<b>资产总计</b>	<b>158,909</b>	<b>181,210</b>	<b>222,292</b>	<b>272,306</b>	<b>331,774</b>
短期借款	1,866	-	-	-	-
应付账款	57,220	64,473	71,026	77,165	82,927
其他流动负债	24,796	29,257	32,758	36,980	41,932
<b>流动负债合计</b>	<b>83,882</b>	<b>93,730</b>	<b>103,784</b>	<b>114,145</b>	<b>124,860</b>
可转债	14,433	11,789	11,789	11,789	11,789
其他非流动负债	418	577	577	577	577
<b>非流动负债合计</b>	<b>14,851</b>	<b>12,365</b>	<b>12,365</b>	<b>12,365</b>	<b>12,365</b>
<b>负债总计</b>	<b>98,733</b>	<b>106,095</b>	<b>116,149</b>	<b>126,510</b>	<b>137,225</b>
	-	-	-	-	-
股本溢价	86,699	95,341	102,018	109,564	118,045
保留盈利及其他	(26,523)	(20,226)	4,125	36,231	76,504
<b>权益总额</b>	<b>60,176</b>	<b>75,115</b>	<b>106,143</b>	<b>145,795</b>	<b>194,549</b>
<b>简明现金流量表</b>					
经营活动所得现金流量净额	28,197	28,783	44,078	55,597	66,980
投资活动现金流量净额	(38,358)	(35,562)	(31,367)	(27,795)	(25,018)
融资活动所得现金流量净额	51,799	(1,875)	-	-	-
汇率变动影响	(140)	(145)	-	-	-
<b>现金及现金等价物增加净额</b>	<b>41,498</b>	<b>(8,800)</b>	<b>12,711</b>	<b>27,802</b>	<b>41,962</b>
年初现金及现金等价物	33,346	74,844	66,044	78,755	106,557
<b>年末现金及现金等价物</b>	<b>74,844</b>	<b>66,044</b>	<b>78,755</b>	<b>106,557</b>	<b>148,519</b>

E=浦银国际预测

资料来源: 公司年报, 浦银国际

图表 37: SPDBI 互联网行业覆盖公司

股票代码	公司	现价 (交易货币)	评级	目标价 (交易货币)	评级及目标价发布 日期	行业
9988 HK Equity	阿里巴巴	87.20	买入	124.00	9/9/2022	电商
BABA US Equity	阿里巴巴	90.60	买入	127.00	9/9/2022	电商
9618 HK Equity	京东	235.20	买入	291.00	9/9/2022	电商
JD US Equity	京东	59.88	买入	75.00	9/9/2022	电商
PDD US Equity	拼多多	68.41	买入	100.00	9/9/2022	电商
VIPS US Equity	唯品会	10.49	持有	11.00	9/9/2022	电商
9878 HK Equity	汇通达	40.90	买入	50.00	9/9/2022	电商
9991 HK Equity	宝尊	20.35	持有	21.00	9/9/2022	电商
BZUN US Equity	宝尊	7.89	持有	8.00	9/9/2022	电商
700 HK Equity	腾讯	301.80	买入	427.00	19/8/2022	游戏、社交
3690 HK Equity	美团	171.50	买入	233.00	14/6/2022	本地生活服务
1024 HK Equity	快手	62.40	买入	100.00	25/5/2022	短视频
9626 HK Equity	哔哩哔哩	181.80	买入	259.00	14/6/2022	游戏、中视频
BILI US Equity	哔哩哔哩	23.62	买入	33.00	14/6/2022	游戏、中视频
780 HK Equity	同程旅行	16.18	买入	20.00	25/8/2021	OTA
8083 HK Equity	中国有赞	0.11	持有	1.20	12/8/2021	SaaS
2013 HK Equity	微盟	3.35	买入	10.20	14/12/2021	SaaS
3888 HK Equity	金山软件	23.00	买入	28.00	12/4/2022	SaaS
600588 CH Equity	用友网络	19.33	买入	24.00	4/5/2022	SaaS
268 HK Equity	金蝶	13.12	买入	31.00	21/12/2020	SaaS
909 HK Equity	明源云	5.47	买入	28.00	14/12/2021	SaaS
SE US Equity	Sea	58.83	买入	140.00	18/5/2022	电商、游戏

资料来源: Bloomberg、浦银国际。港股截至 9 月 8 日收盘价, 美股截至 9 月 7 日收盘价

## 免责声明

本报告之收取者透过接受本报告(包括任何有关的附件),表示及保证其根据下述的条件下有权获得本报告,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法律之违反。

本报告是由从事证券及期货条例(香港法例第 571 章)中第一类(证券交易)及第四类(就证券提供意见)受规管活动之持牌法团 - 浦银国际证券有限公司(统称“浦银国际证券”)利用集团信息及其他公开信息编制而成。所有资料均搜集自被认为是可靠的来源,但并不保证数据之准确性、可信性及完整性,亦不会因资料引致的任何损失承担任何责任。报告中的资料来源除非另有说明,否则信息均来自本集团。本报告的内容涉及到保密数据,所以仅供阁下为其自身利益而使用。除了阁下以及受聘向阁下提供咨询意见的人士(其同意将本材料保密并受本免责声明中所述限制约束)之外,本报告分发给任何人均属未授权的行为。

任何人不得将本报告内任何信息用于其他目的。本报告仅是为提供信息而准备的,不得被解释为是一项关于购买或者出售任何证券或相关金融工具的要约邀请或者要约。阁下不应将本报告内容解释为法律、税务、会计或投资事项的专业意见或为任何推荐,阁下应当就本报告所述的任何交易涉及的法律及相关事项咨询其自己的法律顾问和财务顾问的意见。本报告内的信息及意见乃于文件注明日期作出,日后可作修改而不另通知,亦不一定会更新以反映文件日期之后发生的进展。本报告并未包含公司可能要求的所有信息,阁下不应仅仅依据本报告中的信息而作出投资、撤资或其他财务方面的任何决策或行动。除关于历史数据的陈述外,本报告可能包含前瞻性的陈述,牵涉多种风险和不确定性,该等前瞻性陈述可基于一些假设,受限于重大风险和不确定性。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映浦银国际证券的立场。浦银国际控股有限公司及其附属公司、关联公司(统称“浦银国际”)及/或其董事及/或雇员,可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖。浦银国际或其任何董事及/或雇员对投资者因使用本报告或依赖其所载信息而引起的一切可能损失,概不承担任何法律责任。

浦银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料,考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要,在参与有关报告中所述公司之证券的交易前,委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。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。

### 美国

浦银国际不是美国注册经纪商和美国金融业监管局(FINRA)的注册会员。浦银国际证券的分析师不具有美国金融监管局(FINRA)分析师的注册资格。因此,浦银国际证券不受美国就有研究报告准备和分析师独立性规则的约束。

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”,不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易,都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

### 英国

本报告并非由英国 2000 年金融服务与市场法(经修订)(「FSMA」)第 21 条所界定之认可人士发布,而本报告亦未经其批准。因此,本报告不会向英国公众人士派发,亦不得向公众人士传递。本报告仅提供给合格投资者(按照金融服务及市场法的涵义),即(i)按照 2000 年金融服务及市场法 2005 年(金融推广)命令(「命令」)第 19(5)条定义在投资方面拥有专业经验之投资专业人士或(ii)属于命令第 49(2)(a)至(d)条范围之高净值实体或(iii)其他可能合法与之沟通的人士(所有该等人士统称为「有关人士」)。不属于有关人士的任何机构和个人不得遵照或倚赖本报告或其任何内容行事。

本报告的版权仅为浦银国际证券所有,未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用,浦银国际证券对任何第三方的该等行为保留追述权利,并且对第三方未经授权行为不承担任何责任。

### 权益披露

- 1) 浦银国际并没有持有本报告所述公司逾 1%的财务权益。
- 2) 浦银国际跟本报告所述公司(汇通达 9878.HK)在过去 12 个月内有投资银行业务的关系。
- 3) 浦银国际并没有跟本报告所述公司为其证券进行庄家活动。

## 评级定义

### 证券评级定义:

“买入”: 未来 12 个月, 预期个股表现超过同期其所属的行业指数

“持有”: 未来 12 个月, 预期个股表现与同期所属的行业指数持平

“卖出”: 未来 12 个月, 预期个股表现逊于同期其所属的行业指数

### 行业评级定义 (相对于 MSCI 中国指数):

“超配”: 未来 12 个月优于 MSCI 中国 10%或以上

“标配”: 未来 12 个月优于/劣于 MSCI 中国少于 10%

“低配”: 未来 12 个月劣于 MSCI 中国超过 10%

## 分析师证明

本报告作者谨此声明: (i) 本报告发表的所有观点均正确地反映作者有关任何及所有提及的证券或发行人的个人观点, 并以独立方式撰写 ii) 其报酬没有任何部分曾经, 是或将会直接或间接与本报告发表的特定建议或观点有关; (iii) 该等作者没有获得与所提及的证券或发行人相关且可能影响该等建议的内幕信息 / 非公开的价格敏感数据。

本报告作者进一步确定 (i) 他们或其各自的关联人士 (定义见证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则) 没有在本报告发行日期之前的 30 个历日内曾买卖或交易过本报告所提述的股票, 或在本报告发布后 3 个工作日 (定义见《证券及期货条例》(香港法例第 571 章)) 内将买卖或交易本文所提述的股票; (ii) 他们或其各自的关联人士并非本报告提述的任何公司的雇员; 及 (iii) 他们或其各自的关联人士没有拥有本报告提述的证券的任何金融利益。

浦银国际证券机构销售团队

周文硕

tallan\_zhou@spdbi.com

852-2808 6476

浦银国际证券财富管理团队

陈岑

angel\_chen@spdbi.com

852-28086475

浦银国际证券有限公司

SPDBInternationalSecuritiesLimited

网站: [www.spdbi.com](http://www.spdbi.com)

地址: 香港轩尼诗道 1 号浦发银行大厦 33 楼

