

拼多多 (PDD.0)

买入

电商深度研究系列二——下沉市场格局清晰，白牌带动主站收费能力快速提升

核心观点

电商收入分析框架：货币化率是平台议价权的集中体现。平台电商佣金与广告收入普遍二八开，广告占比高弹性大，是平台收入的重中之重。**电商平台商业化本质为平台对流量的再分配，流量价格（广告收入）是平台价值的集中体现，应从竞争格局、商家和用户等多个角度全面分析。**供需框架下，我们将商业化收入从流量运营和商家运营角度进行拆解，并将广告收入影响因素拆解为平台 GMV 基础、AD 加载率、商家付费意愿和付费能力几个要素。

拼多多复盘：对商家的话语权决定平台收费能力。1) 2015-2018：多多完成流量/商家早期积累，货币化率的提升主要系开启广告变现；2) 2019-2021Q2：多多争夺五环内份额，GMV 成收入增长主要驱动力，激烈竞争下，商家付费意愿削弱，拼多多广告货币化率增速有所放缓；3) 2021Q3 至今：下沉市场竞争格局清晰，外部竞争减弱背景下，平台优化推广工具提升广告费率，平台货币化率大幅提升。

拼多多主站收入提升逻辑：白牌商家是收入增量主要来源。1) 拼多多性价比电商头部地位确立后，主要通过提升商家广告端的支出提升收入，C 端低价心智未受影响；2) 多多现阶段仍在提升平台调性，品牌入驻多多可获得流量扶持和费用减免，白牌是平台货币化收入主要来源。3) 拼多多低价优先的流量逻辑和品牌树立形象营销的诉求难以在一个 App 里同时兼容，我们认为品牌化将作为拼多多平台调性提升的手段长期坚持，现阶段及未来几年收入增长主要依靠白牌商家。

未来拼多多主站收入前景及空间测算：下沉市场竞争格局无较大变动前提下，我们认为限制多多货币化率发展的主要因素为商家付费能力，预计 2026 年拼多多主站货币化率接近 5.5%。预计平台收入从 2021 年的 869 亿增长至 2026 年的 3,289 亿，5 年 CAGR 29%，主站 GMV 5 年 CAGR 17%，货币化率年复合增长 0.44pct。

盈利预测与估值：看好拼多多主站利润释放能力，维持“买入”评级。我们认为公司外部竞争格局稳定，推广工具不断迭代有利于收入提升，调整未来 3 年的收入预测至 1318/1795/2342 亿元，调整幅度 4%/17%/28%，考虑公司主站利润逐步释放，跨境电商进展顺利，上调目标价至 136-143 美元，较原目标价上调 89%/72%，相对当前股价空间为 58%-66%，维持“买入”评级。

风险提示：竞争加剧风险、行业监管风险、中美竞争加剧风险。

盈利预测和财务指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	59,492	93,950	131,794	179,519	234,167
(+/-%)	97.4%	57.9%	40.3%	36.2%	30.4%
净利润(百万元)-经调整	-2,965	13,830	37,630	41,877	47,141
(+/-%)	30.5%	—	172.1%	11.3%	12.6%
每股收益(元)-经调整	-0.62	2.42	6.56	7.30	8.22
EBIT Margin	-15.8%	7.3%	22.4%	17.0%	14.0%
净资产收益率 (ROE)	-11.9%	10.3%	26.7%	21.8%	19.4%
市盈率 (PE)	-240.3	61.9	22.8	20.5	18.2
EV/EBITDA	-	20.8	6.9	8.4	9.8
市净率 (PB)	11.84	11.39	8.37	6.54	5.28

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·海外公司深度报告

互联网·互联网 II

证券分析师：谢琦

021-60933157

xieqi2@guosen.com.cn

S0980520080008

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	136.00-143.00 美元
收盘价	86.00 美元
总市值/流通市值	108,737/108,737 百万美元
52 周最高价/最低价	104.95/23.21 美元
近 3 个月日均成交额	857.95 百万美元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《拼多多 (PDD.0) - 营收利润加速增长，跨境业务发展迅速》——2022-11-30
- 《拼多多 (PDD.0) - 营收及业绩逆势增长强劲，第二曲线势头良好》——2022-08-31
- 《拼多多 (PDD.0) - 行业低景气度下核心业务增长优异》——2022-05-30
- 《拼多多 (PDD.0) - 品牌化初见成效，用户及收入增长持续放缓》——2022-03-23

内容目录

引言	5
电商收入分析框架：货币化率是平台议价权的集中体现	6
拼多多复盘：对商家的话语权决定平台收费能力	8
2015-2018：多多完成流量/商家早期积累，货币化率的提升主要系开启广告变现	8
2019-2021Q2：多多争夺五环内份额，GMV 成收入增长主要驱动力	10
2021Q3 至今：下沉市场竞争格局清晰，平台货币化率大幅提升	13
收入提升逻辑：白牌是多多收入增量主要来源	17
平台通过提升广告费率提升收入，C 端低价心智未受影响	17
多多收入提升主要由白牌商家贡献，品牌商家仍处于扶持阶段	17
品牌化能否成为多多第二曲线？	18
未来主站收入前景及空间测算	19
多多主站收入前景：收入将随平台价值不断提升	19
多多收入测算	20
估值与投资建议	23
估值	23
投资建议	24
风险提示	25
竞争加剧风险	25
行业监管风险	25
政策风险	25
财务预测与估值	26

图表目录

图 1: 2017Q1-2022Q3 拼多多货币化率增长情况	5
图 2: 2017Q1-2022Q3 拼多多主站收入情况 (百万元)	6
图 3: 2017Q1-2022Q3 拼多多支付 GMV 增长情况 (亿元)	6
图 4: 阿里巴巴与拼多多佣金率变化情况 (%)	6
图 5: 阿里巴巴与拼多多广告货币化率变化情况 (%)	6
图 6: 电商平台广告收入分拆逻辑框架	7
图 7: 拼多多电商业竞争情况	7
图 8: 2017Q2 起拼多多自营业务停止 (%)	8
图 9: 2017 年起拼多多主要收入来源由自营转向平台 (百万元)	8
图 10: 2017 年拼多多开启广告推广并成为营收主要来源 (%)	9
图 11: 2017-2018 年多多多广告货币化率随商家数量上升迅速提升 (万家)	9
图 12: 2017-2018 年拼多多月活用户快速增长 (百万, %)	9
图 13: 2017 年拼多多 GMV 环比增速保持在 100% 以上 (亿元, %)	9
图 14: 2019-2021 年阿里、京东和拼多多在下沉市场竞争激烈	10
图 15: 2019 年拼多多完成对下沉市场的覆盖进入五环内 (百万人)	11
图 16: 2019 年拼多多用户增长趋缓, 平台亟需新的增长点 (百万人)	11
图 17: 2018 年和 2020 年拼多多 AAC 先后超过京东和阿里 (亿人)	11
图 18: 2019-2021 年拼多多市场份额稳步增长	11
图 19: 2019-2021Q2 多多 GMV 保持高速增长 (亿元)	12
图 20: 2019-2021 年竞争导致各家广告货币化率增速趋缓 (%)	12
图 21: 拼多多、淘宝特价版、京喜首页 (从左到右) 频道模块类似	12
图 22: 受促活拉动, 2019 年多多 MAU 同比增速提升 (百万)	13
图 23: 百亿补贴提升单均价, 2019 年单商家年 GMV 重拾增长 (万家, 万元)	13
图 24: 多多营销书院是为拼多多付费推广商家搭建的知识与实操技能培训平台	13
图 25: 2021-2022 年拼多多电商份额基本稳定	14
图 26: 2021 年下半年至今拼多多货币化率迎来第二波快速上涨	14
图 27: 2021-2022 年拼多多、淘特与京喜月活用户变化情况 (万人)	14
图 28: 2021 年下半年至今拼多多货币化收入增长迅速 (百万元, %)	14
图 29: 拼多多手动定价时期, 商家需对各类人群设定溢价	16
图 30: 拼多多 OCPX 仅需商家设定成交出价	16
图 31: 拼多多全站推广时期, 商家只需设定目标 ROI 即可	17
图 32: 拼多多主站不同类型商家对收入贡献情况	19

表1: 拼多多商家广告推广产品概览	10
表2: 百亿补贴和超新星计划主要提高平台调性, 直接收入贡献较少	15
表3: 拼多多推广工具日益智能化	15
表4: 拼多多品牌调性分划分及相应平台权益	18
表5: 拼多多百亿补贴商品价格普遍低于天猫, 商家利润空间更低	18
表6: 各电商平台流量分发机制及收费情况	20
表7: 线上化率较高的部分上市公司近3年盈利情况	21
表8: 拼多多百亿补贴佣金率为天猫相应类目的一半	21
表9: 2022-2026年拼多多货币化率空间测算	22
表10: 2022-2026年拼多多货币化率空间测算	23
表11: 拼多多(PDD.O)分部估值表	23
表12: 同类公司估值比较	24

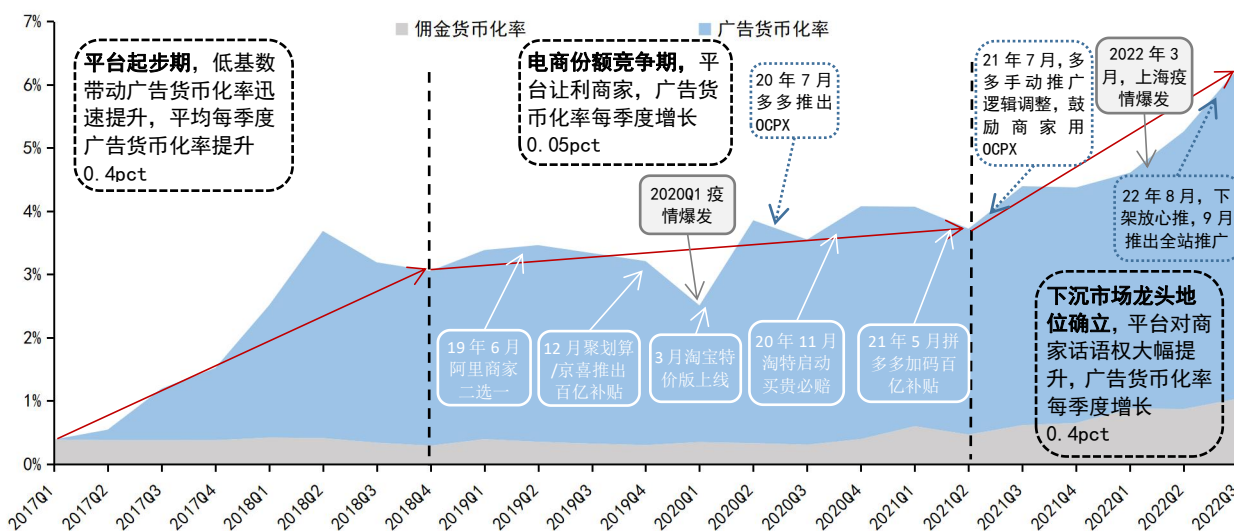
引言

本文是电商系列第二篇报告，我们以拼多多为例构建电商平台收入的研究框架，分析拼多多主站业务增长驱动因素和未来增长空间。

◆ 与市场不同点：

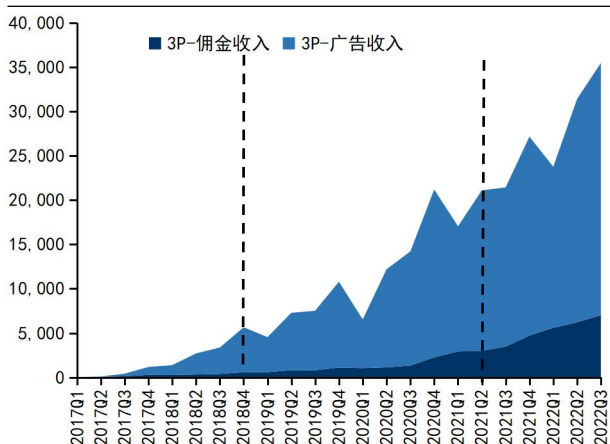
- 1、 我们认为多多主站 GMV 提升逻辑是用户购物频次提升而非客单价带动；
- 2、 我们将影响平台货币化收入因素归纳为用户侧、商家侧和平台运营基础三方面，外部竞争是影响平台话语权、进而影响平台收入的重要因素；
- 3、 平台通过提升商家侧的广告收入而提高收入，C 端低价心智不会受影响。我们测算，在 C 端不受影响的前提下，拼多多主站货币化率有望在 2026 年达到 5.5%；
- 4、 我们认为品牌商家对于多多来说主要作用是提升平台调性，平台在品牌商家侧难盈利；中期来看，主站主要收入增量为头腰部白牌商家的广告费。

图1：2017Q1-2022Q3 拼多多货币化率增长情况



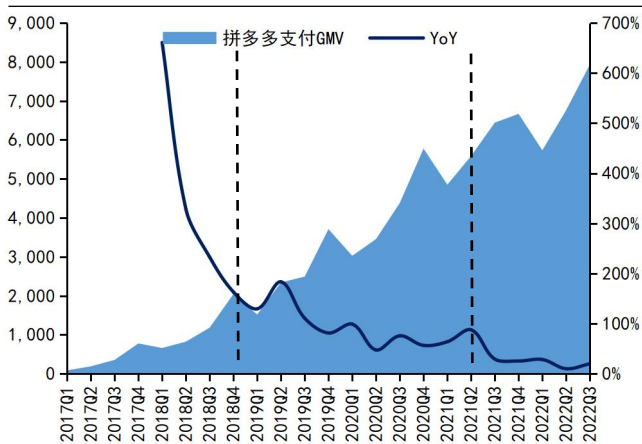
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图2: 2017Q1-2022Q3 拼多多主站收入情况 (百万元)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图3: 2017Q1-2022Q3 拼多多支付 GMV 增长情况 (亿元)

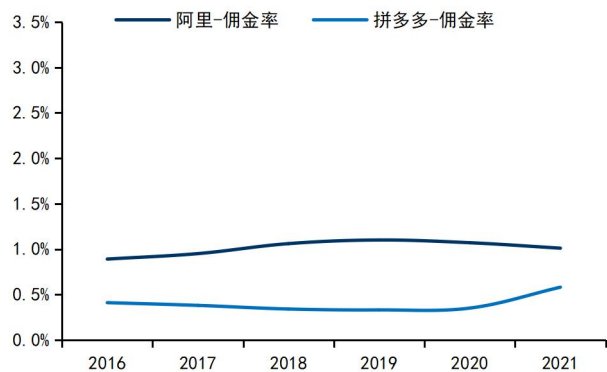


资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

电商收入分析框架：货币化率是平台议价权的集中体现

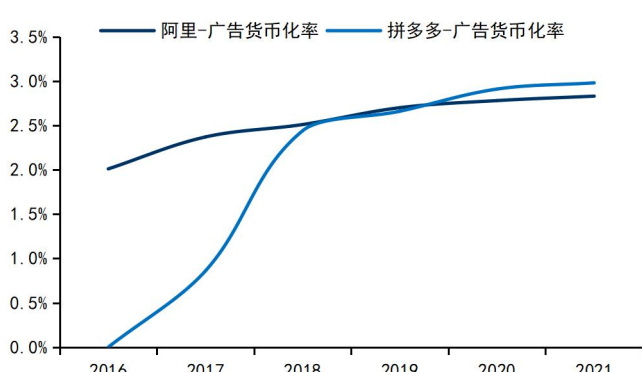
平台电商佣金与广告收入普遍二八开，广告占比高弹性大，是平台收入的重中之重。佣金是平台准入门槛费用，费率低变动小，增长主要驱动因素为成交额的提升。而平台对商家的议价权存在较大差别，由此，各电商平台对商家广告费率的差异较大，收入主要变动部分为广告收入。

图4: 阿里巴巴与拼多多佣金率变化情况 (%)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图5: 阿里巴巴与拼多多广告货币化率变化情况 (%)



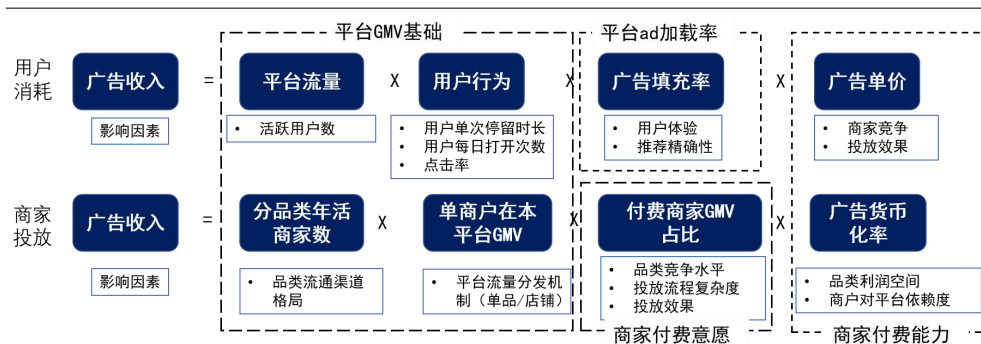
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

电商平台商业化本质为平台对流量的再分配，流量价格（广告收入）是平台价值的集中体现，应从竞争格局、商家和用户等多个角度进行全面分析。供需框架下，我们将商业化收入从流量运营和商家运营角度进行拆解，并将广告收入影响因素拆解为平台 GMV 基础、AD 加载率、商家付费意愿和付费能力几个要素：

- 1) 平台 GMV 基础体现平台拉新留存和吸引商家入驻的增长能力，受竞争影响较大，需结合外部竞争和平台发展阶段观察；

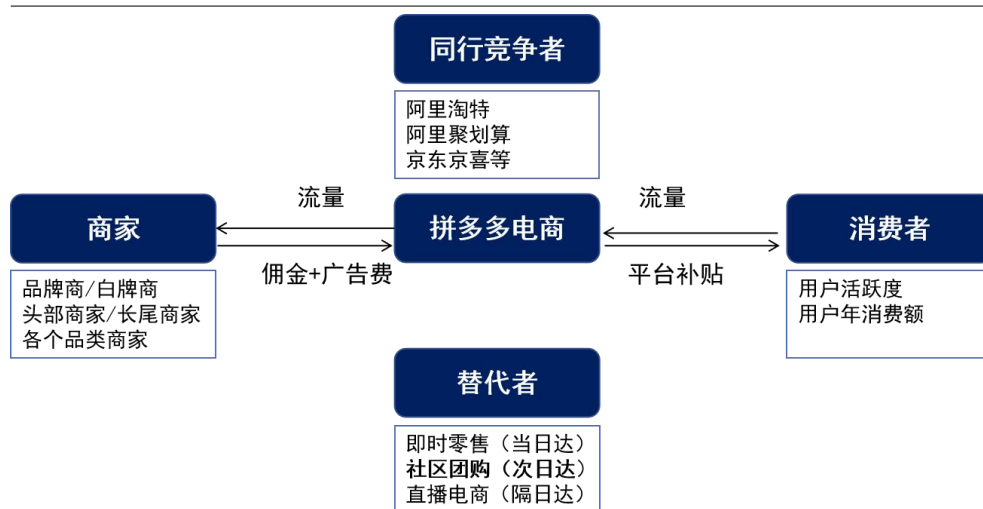
- 2) AD 加载率体现了平台在商业变现和用户体验间的权衡；
- 3) 商家付费意愿直接影响广告货币化率，体现平台上商家竞争激烈程度、商家投放复杂程度、以及商家的广告投放效果；
- 4) 商家付费能力影响广告货币化率，不同品类商家差距较大，主要取决于商家的利润空间。

图6: 电商平台广告收入分拆逻辑框架



资料来源: 公司官网, 国信证券经济研究所整理

图7: 拼多多电商业竞争情况



资料来源: 拼多多官网, 国信证券经济研究所整理

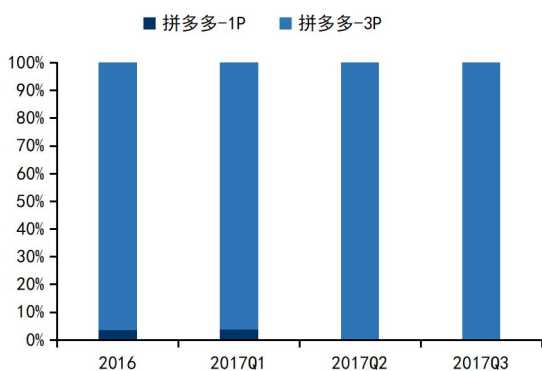
拼多多复盘：对商家的话语权决定平台收费能力

2015-2018：多多完成流量/商家早期积累，货币化率的提升主要系开启广告变现

2015-2016年：确定平台为主的商业模式，收入仍依赖自营业务。2015年4月，B2C自营电商“拼好货”上线，同年9月上线平台模式的“拼多多”，主营品类为生鲜农产品，一年后拼好货降级为拼多多子频道，月GMV破10亿。**流量侧看**，拼多多依靠微信社交拼团模式拉新促活，积累早期种子用户，基本不做广告投流；**收入端看**，平台主要收入来自自营模式的“拼好货”，据公司招股书披露，2016年公司收入5.04亿元，其中自营占比90%，平台仅收取商家0.6%的支付通道费，扣除商家折扣等因素，2016年公司实际货币化率为0.27%。

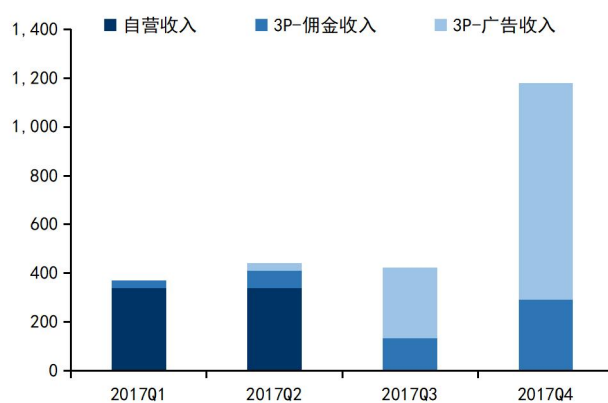
2017-2018年：流量与商家大幅增长，平台开启广告商业化进程，广告收入迎来第一波快速上升期。2017Q2起，公司自营业务关停，同期，2017Q2起平台年活跃买家数(AAC)破亿(同期阿里/京东AAC约4.7/2.6亿)，季度环比增速超50%，商家看到多多流量红利纷纷入驻，**为帮助商家更好在竞争中胜出，同时满足平台流量变现的需求**，2017年起拼多多对标阿里妈妈，陆续上线多种商家推广工具，如多多搜索(CPC)、多多场景(CPC)、明星店铺(CPM)等，广告迅速取代自营业务成为主要收入来源。2017Q3，平台广告收入2.89亿，占公司收入68%，平台货币化率从2016年的0.41%上升至2017年的1.23%，其中佣金货币化率下降0.03pct，广告货币化率上升0.86pct。

图8：2017Q2起拼多多自营业务停止（%）



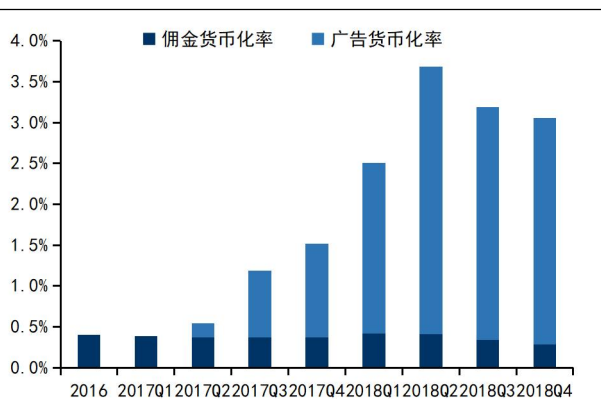
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图9：2017年起拼多多主要收入来源由自营转向平台（百万元）



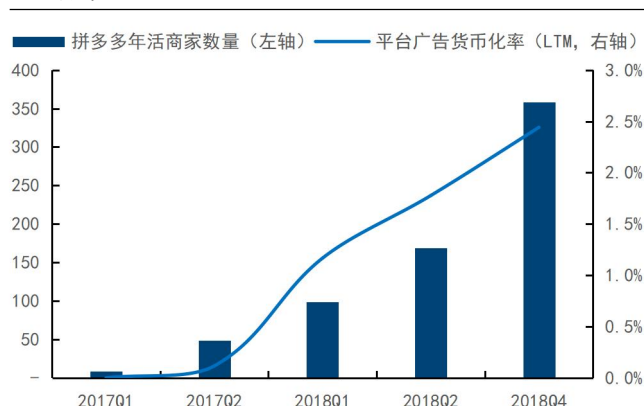
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图10: 2017年拼多多开启广告推广并成为营收主要来源(%)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图11: 2017-2018年多多广告货币化率随商家数量上升迅速提升(万家)



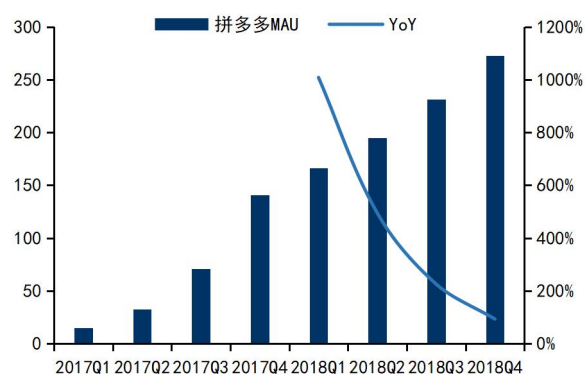
注: 为平滑季节性影响, 采用前12个月的平台货币化率。资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

◆ 广告费率增长原因: 平台高速增长吸引更多商家入驻, 商家间流量竞争带动广告收入增长

用户侧: 拼多多通过游戏、微信社交裂变等方式积累高粘性用户, 流量带动GMV迅速增长。2017年Q1-Q4拼多多月活用户从1500万人增长到1.41亿, GMV从87亿增至777亿, 用户与GMV季度环比增速均在100%以上。

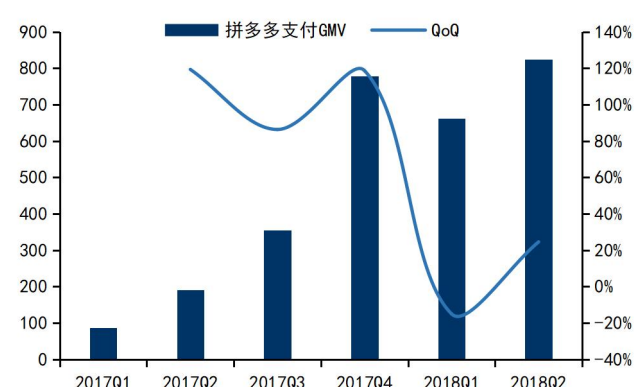
商家侧: (1) 拼多多成交量快速增长带动商户数激增, 为抢占更多流量, 商家投放意愿积极, 广告投放商家数也在不断提升。据公司公告, 2017-2018年, 拼多多年活商户从10万增长至360万; 我们推测广告投放商家数同样也实现大幅增长; (2) 平台提供大量推广培训课程, 降低商家学习成本, 帮助商家提升推广效率。2018年7月上线多多大学官方培训体系, 8月上线出价指导工具, 帮助商家键入搜推关键词, 提升ROI。

图12: 2017-2018年拼多多月活用户快速增长(百万, %)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图13: 2017年拼多多GMV环比增速保持在100%以上(亿元, %)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

表1: 拼多多商家广告推广产品概览

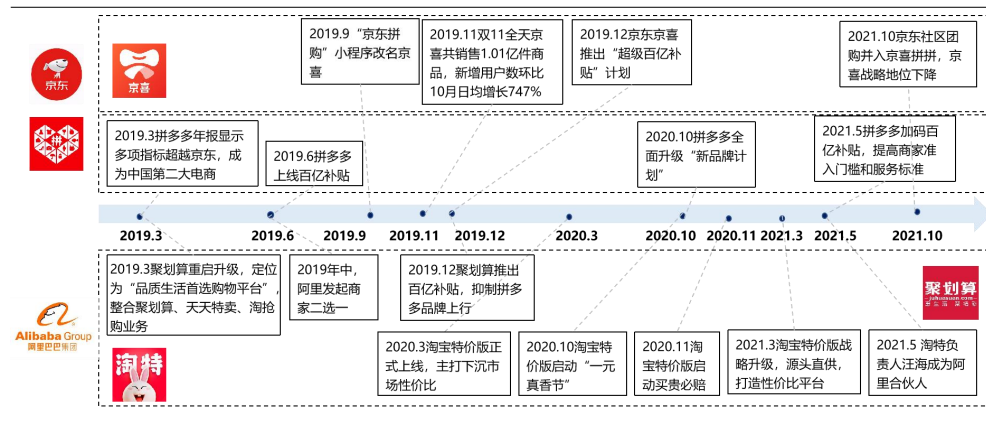
推广产品	广告类型	发布时间	展示	收费方式
多多搜索	搜索展示推广	2017-08	搜索结果第 1、7、13…… (1+6n) 位广告位	
多多场景	场景展示推广	2017-08	类目商品页、商品详情页、营销活动页 (如多多果园等)、订单评价页	CPC
直播推广	场景展示推广	2019-11	可以在直播期间将直播间投放到多多果园、签到领现金等场景	
全站推广	搜索+场景推广	2022-09	包含当前多多搜索和多多场景内的所有优质资源位	
多多进宝	分销广告	2018-02	站外流量, 包括社交、导购、内容、媒体等	CPS
放心推 (2022-08 停止)	分销广告	2020-09	包含多多搜索和多多场景所有优质资源位	
明星店铺	明星店铺推广	2017-12	品牌搜索广告位, 支持旗舰店、专卖店、专营店投放	CPM

资料来源: 拼多多营销平台, 国信证券经济研究所整理

2019-2021Q2: 多多争夺五环内份额, GMV 成收入增长主要驱动力

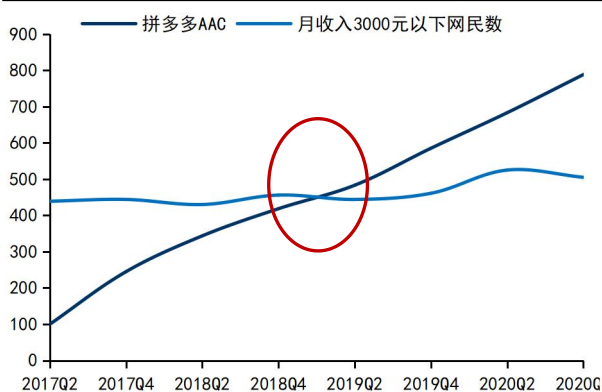
2019 年起, 拼多多进军五环内, 与阿里京东争夺存量份额, 以“省”为突破口, GMV 保持 50% 以上高速增长。据公司公告, 2018 年拼多多年活跃买家数 4.19 亿, 在收入 3000 元以下网民中占比 92%, 同时 AAC 环比增速跌至个位数, 为保持增长, 拼多多于 2019 年 6 月推出“百亿补贴”频道, 将高货值、自带流量的明星单品补贴至绝对低价, 吸引五环内用户进入拼多多。为稳固份额, 阿里京东纷纷反击, 阿里先后升级聚划算、开启商家“二选一”, 推出针对下沉市场的淘特 App; 2019 年京东推出京喜 App, 各家对于商家和用户的争夺日益激烈。2019-2021H1, 拼多多 GMV 从 1.01 万亿增长至 2.16 万亿, 年复合增速 67%, 市占率从 10% 增长至 16%, 成功在电商市场立稳脚跟。

图 14: 2019-2021 年阿里、京东和拼多多在下沉市场竞争激烈



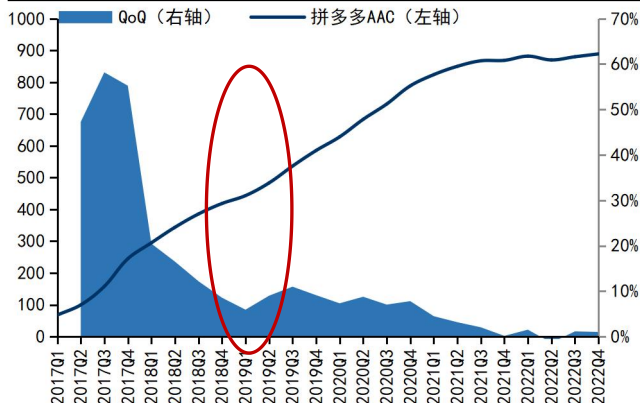
资料来源: 公司公告, 晚点 LatePost, 电商报, 国信证券经济研究所整理

图15: 2019年拼多多完成对下沉市场的覆盖进入五环内(百万人)



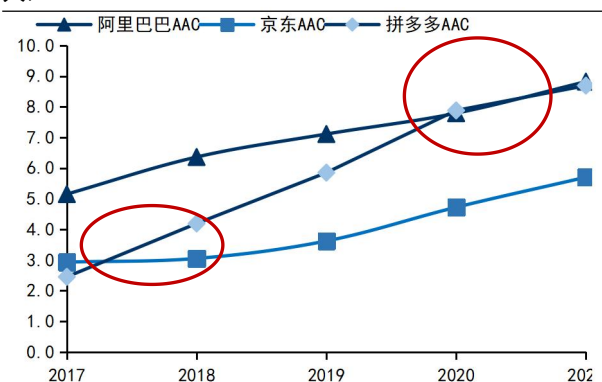
资料来源: 公司公告, CNNIC, 国信证券经济研究所整理

图16: 2019年拼多多用户增长趋缓, 平台亟需新的增长点(百万人)



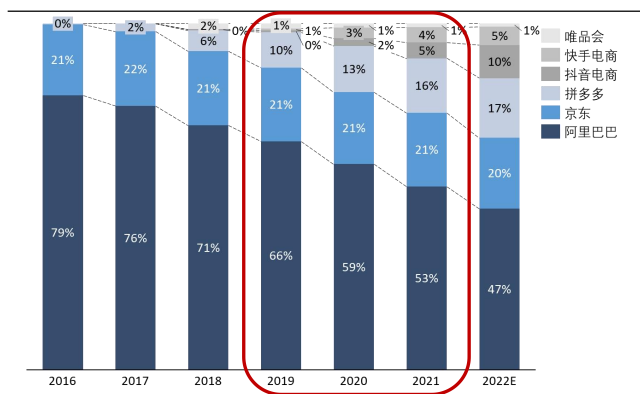
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图17: 2018年和2020年拼多多AAC先后超过京东和阿里(亿人)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

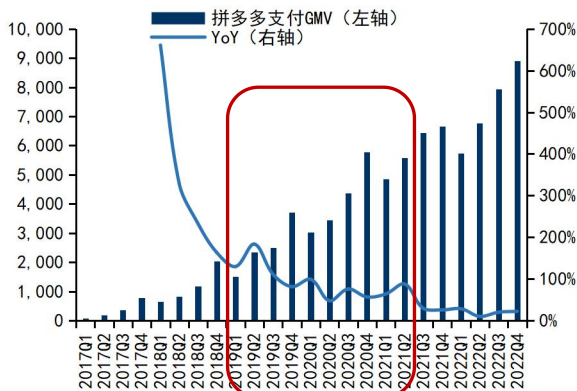
图18: 2019-2021年拼多多市场份额稳步增长



资料来源: 公司公告, 晚点 LatePost, 国信证券经济研究所整理

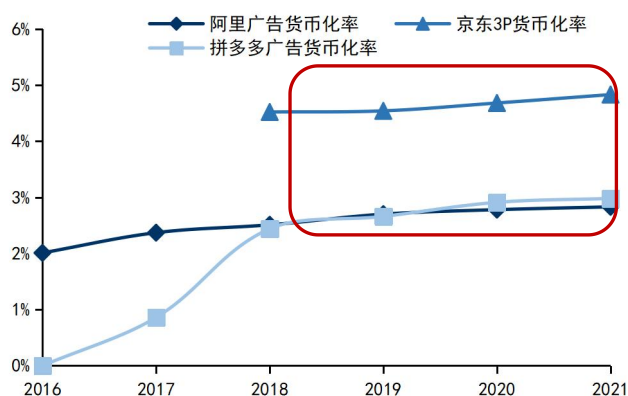
激烈竞争下, 拼多多广告货币化率增速有所放缓。2019-2021年, 拼多多广告货币化率从 2.66% 提升至 2.98%, 年均增长 0.16pct, 低于 2017-2018 年年均增长 1.59pct, 同期各家广告货币化率增速均有所放缓。

图19: 2019-2021Q2 多多 GMV 保持高速增长 (亿元)



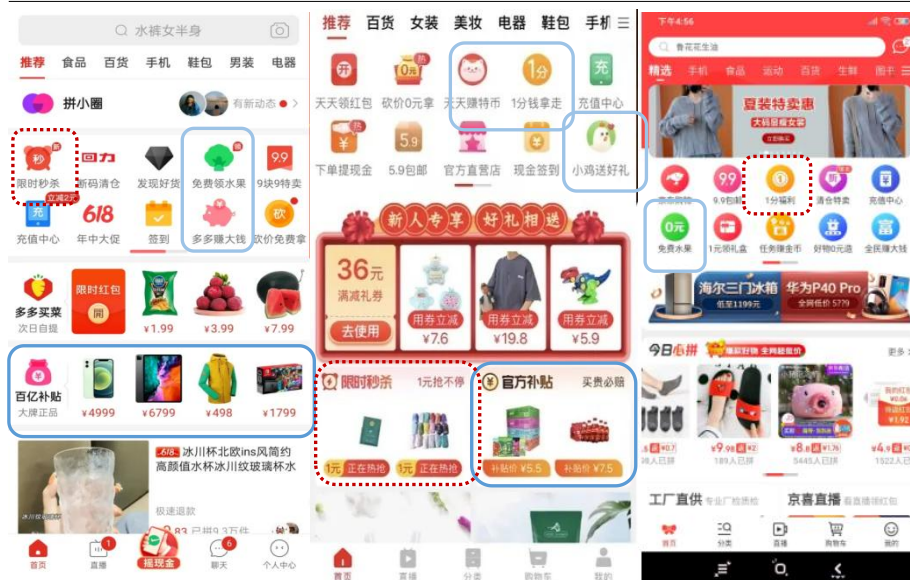
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图20: 2019-2021 年竞争导致各家广告货币化率增速趋缓 (%)



注: 京东为 3P 部分整体货币化率。资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图21: 拼多多、淘宝特价版、京喜首页 (从左到右) 频道模块类似



资料来源: 拼多多 App, 淘特 App, 京喜 App, 国信证券经济研究所整理

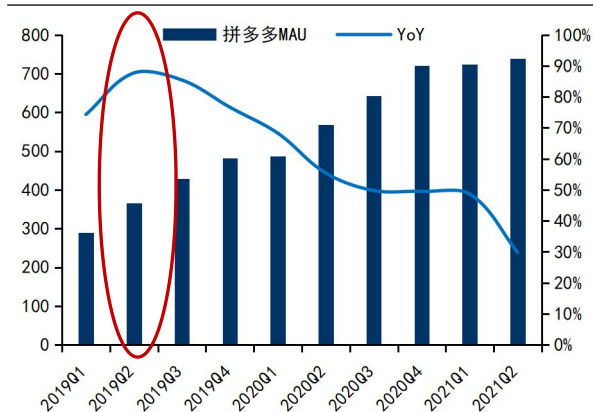
◆ 广告费率增长原因: 外部竞争削弱商家付费意愿, 货币化率增速放缓

由于下沉市场出现了竞对, 拼多多为巩固平台地位, 在用户端、商家端分别进行了如下措施:

用户端: (1) 利用百亿补贴向高收入客群拓展, 通过提升商品单均价提升商家付费能力。2019年6月推出百亿补贴, 利用苹果手机、飞天茅台、戴森等高货值明星单品低价引流, 覆盖五环内客群, 平台调性与整体消费能力提升, 进一步吸引高货值高毛利商家入驻。(2) 平台通过直播、短视频、新增小游戏等一系列手段促活并提高用户使用时长, 拓展商家投流场景。2019年11月多多开启电商直播, 后上线直播推广工具帮助商家引流, 2020年开启多多视频, 后升级为首页底tab一级入口。据极光数据, 2020年6月, 拼多多月使用时长超30亿小时, 占一级行业(移动购物)32.8%, 占二级行业(综合商城)37.0%, 月使用时长同比增长135%。

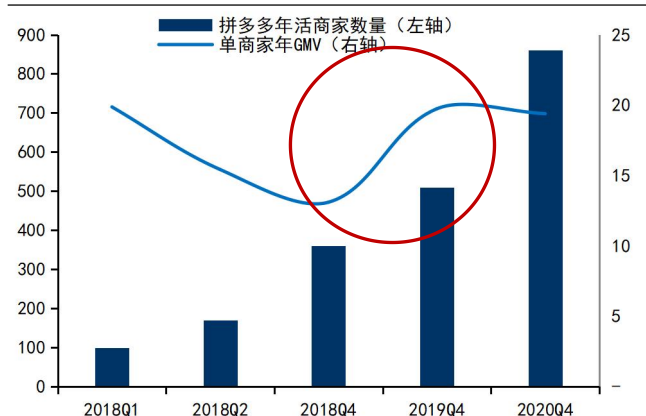
商家端：（1）外部竞争加剧导致平台对商家的争夺更加激烈，为维持对核心商户的掌控，平台商业变现优先级降低，在付费流量占比和流量单价设置上较为克制，如付费流量增长有所放缓等。（2）平台进一步完善商家推广服务，降低商家投放门槛，商家付费渗透率进一步提高。2019年8月上线多多营销书院，上线搜索行业分析、搜索词分析等，帮助商家提高投放准确度。

图22: 受促活拉动, 2019年多多 MAU 同比增速提升 (百万)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图23: 百亿补贴提升均价, 2019年单商家年GMV重拾增长(万家, 万元)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图24: 多多营销书院是为拼多多付费推广商家搭建的知识与实操技能培训平台



资料来源: 拼多多营销平台, 国信证券经济研究所整理

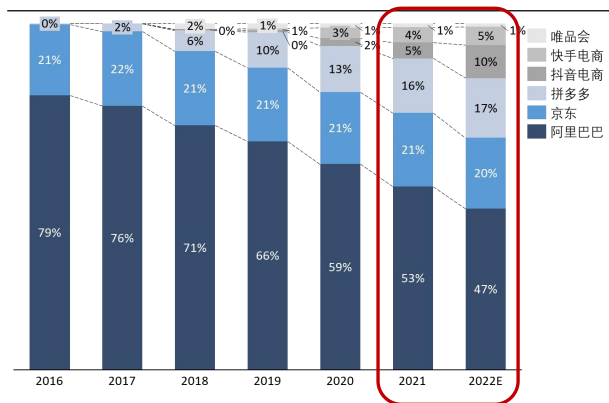
2021Q3 至今: 下沉市场竞争格局清晰, 平台货币化率大幅提升

2021H2-2022年, 围绕性价比电商的份额争夺基本结束, 叠加经济下行利好性价比需求, 拼多多主站 GMV 保持两位数增长。竞争角度看: (1) 阿里京东在下沉市场增长缓慢, 据 QuestMobile 报告, 淘特 App 和京喜小程序 2021 年下半年出现瓶颈, 月活用户达到 1.6 亿/2.45 亿后陷入停滞, 与拼多多 2021 年月活超 5 亿、同比增速 15% 以上差距明显; 据 36 氪报道, 2022 年 7 月, 京东董事局主席刘强东在内部战略会承认了“京喜”在下沉市场的失败; (2) 五环内市场看, 京东主站份额基本稳定, 阿里份额竞争焦点从拼多多转向抖音电商。据晚点 LatePost 数据测算, 2021-2022 年, 抖音电商市占率从 5% 提升至 10%, 提升 5pct, 阿里电商

市占率从 53%降至 47%，下降 6pct。**消费环境看**，2021 年 7 月以来，社零增速跌至低个位数，个别月份负增长，消费下行环境下用户对“省”的需求更加强烈，拼多多用户粘性增强，同时多多买菜与主站有流量协同，高频带动低频促进主站增长。

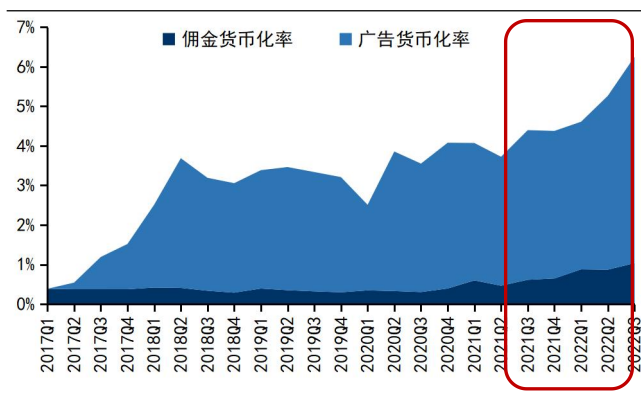
拼多多电商份额得到巩固，平台进一步优化推广工具，收入大幅提升。据公司公告，2022Q3 平台实现收入 354.5 亿元，同比+65%，其中佣金/广告收入 70.2/284.3 亿，占比 20%/80%，同比+102%/+58%。佣金收入快速上升主要由多多买菜业务增长和百亿补贴 2021Q2 起抽佣带动，广告收入快速上升主要由平台下架放心推，优化推广工具流量分配逻辑导致。

图25: 2021-2022 年拼多多电商份额基本稳定



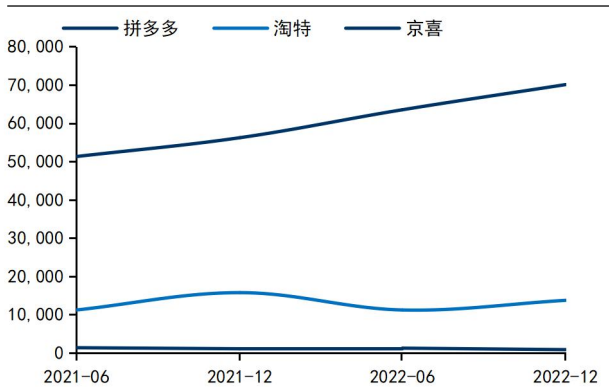
资料来源：公司公告，晚点 LatePost，国信证券经济研究所整理

图26: 2021 年下半年至今拼多多货币化率迎来第二波快速上涨



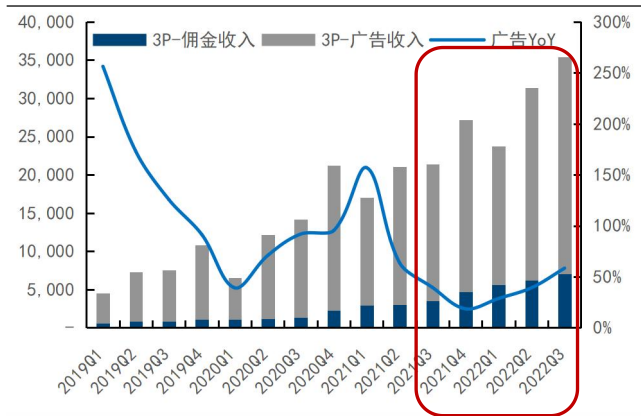
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图27: 2021-2022 年拼多多、淘特与京喜月活用户变化情况 (万人)



资料来源：QM 报告，国信证券经济研究所整理

图28: 2021 年下半年至今拼多多货币化收入增长迅速 (百万元, %)



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

◆ 广告费率增长原因：外部竞争减弱背景下，平台优化推广工具提升广告费率

用户端：(1) 通过百亿补贴和超新星计划吸引品牌入驻，进一步提升平台调性和单均价。平台用资源位、降低广告费率等手段换取品牌在平台打破底价，提升平台调性，吸引消费者多平台比价购买；(2) 不再区分自然流量和付费流量，在不提高 ad 加载率的同时提高平台收费能力。据多多营销书院，商品开通全站推广后不再区分自然流量和付费流量，全站费比=商品在全站推广中的花费/商品当天总交易额，即平台对推广商品当日获得的所有交易额收取费用。

表2: 百亿补贴和超新星计划主要提高平台调性, 直接收入贡献较少

	百亿补贴	超新星计划
店铺要求	(1) 近 90 天店铺领航员高于行业综合值 (2) 开通并使用电子面单发货	
入驻门槛	(1) 商品近 30 天综合分高于行业综合值 (2) 商品配送区域需覆盖 24 个省区市, 具体可看报名页面	(1) 品牌调性分 4 分及以上 (2) 要求品牌每年投入销售收入 6% 的营销费用 (费率与所在品类有关)
商品要求	(3) 商品所属品牌具备较强的品牌竞争力, 可以参考国际、国内 1、2 线品牌, 区域&互联网头部 (TOP3) 品牌, 必须要有品牌资质, 且资质属实 (非形式通过)	
商家营销玩法	商家营销投入由 货损+推广 2 部分构成, 货损占比 70%左右 : (1) 货损: 商家通过亏本的方式报名活动, 以活动带来的流量来积累店铺和商品的销量 (商品历史最高价-百亿补贴价格) * 百亿补贴订单量=货损值 (2) 依据百亿补贴的流量优势 (精准人群、多种渠道)、价格优势、品质优势、服务优势, 探索最合理的推广花费占比, CPC 推广进行全店商品精准收割, 更多的带动整店的 GMV	(1) 平台 免费提供 百亿补贴、万人团、秒杀等资源位 (2) 平台对参加百亿补贴商品 提供部分官方补贴 (3) 平台提供外部引流等 流量倾斜

资料来源: 拼多多营销平台, 国信证券经济研究所整理

商户端: (1) 品类结构向高毛利品类拓展, 商家整体付费能力变强: 我们认为拼多多已开始从生鲜日百等高频低毛利品类逐步向美妆服饰等低频高毛利类目扩展, 高毛利行业对营销投入更高, 商家整体营销推广能力进一步增强。**(2) 推广工具智能化降低商家学习成本, 在提升平台广告单价的同时提升广告付费商家渗透率。**拼多多共推出过三代推广工具, 分别为自定义推广、OCPX 和全站推广, 推广工具智能化程度不断提高, 商家操作复杂度不断降低, 广告单价从自定义推广时代的不到 1 元/笔成交提升至 OCPX 时代最低 4 元/笔成交, 全站推广时期对自然流量产生的订单收取费用, 平台收费能力不断提升。**(3) 外部竞争减弱, 拼多多商家体量普遍较小, 对投流费用提升容忍度高。**拼多多为单品打爆逻辑, 店铺加权较少, 中小商家为主, 商家合作深度高, 商家利益与平台高度绑定, 由此, 对投流费用提升的容忍度较高。

表3: 拼多多推广工具日益智能化

推广模式	主要使用时期	平台智能设置	商家所需操作	出价方式
第一代 自定义推广	2017-2021.6	-	设置关键词和出价, 自行圈选人群	CPC
第二代 OCPX	2021.7 至今	智能匹配人群, 提供建议出价 (最低 4 元/笔成交)	选择搜索或场景推广, 设置预算日限额	CPC/CPS
第三代 全站推广	2022.9 至今	智能选择流量推广渠道	设置 ROI 和日消耗限额即可	CPS/ROI

资料来源: 拼多多营销平台, 国信证券经济研究所整理

图29: 拼多多手动定价时期, 商家需对各类人群设定溢价



资料来源: 拼多多营销平台, 国信证券经济研究所整理

图30: 拼多多 OCPX 仅需商家设定成交出价



资料来源: 拼多多营销平台, 国信证券经济研究所整理

图31: 拼多多全站推广时期, 商家只需设定目标 ROI 即可



资料来源: 拼多多营销平台, 国信证券经济研究所整理

收入提升逻辑: 白牌是多多收入增量主要来源

平台通过提升广告费率提升收入, C 端低价心智未受影响

拼多多头部性价比电商地位确立后, 主要通过提升商家广告端的支出提升收入, 消费者低价心智不会受到影响。1) 从竞争看, 2021 年下半年以来, 随着京喜等下沉市场竞争者逐步淡出甚至关停业务, 拼多多确立下沉市场统治地位, 商户和消费者对平台依赖性日益提升, 平台收费能力不断加强。2) 从利润来源看, 拼多多通过迭代推广工具取代部分商家营销职能, 仅保留商家履约价值和垫资价值, 商家的一部分渠道利润转化为平台广告收入。不同于手动推广, 商家使用 OCPX 时不能设置关键词和圈选目标人群, 使用全站推广时无法自主选择推广渠道, 商家的部分营销职能被平台智能化推广工具取代, 该部分价值也转化为平台广告收入。3) 从 C 端低价心智看, 平台通过低价优先的流量分发逻辑推动商家进一步内卷, 筛选并奖励供应链能力更强、加价率更低的优质商家, 供应链能力弱的商家由于加价空间更小, 平台营销费率提高的情况下难以获得渠道利润逐渐被淘汰离场, 平台商家生态始终保持良性发展。

多多收入提升主要由白牌商家贡献, 品牌商家仍处于扶持阶段

讨论收入来源首先需要对品牌进行定义, 我们认为销售规模和知名度均达到一定标准的商品才能被定义为品牌, 品牌概念对应拼多多调性分 4-6 分商品, 平台主要品牌扶持政策均面向调性分 4 分及以上品牌 (非贴牌), 经验证与我们对品牌的定义相吻合。除此以外, 我们将调性分 3 分及以下的商品统称为白牌。

多多现阶段仍在提升平台调性, 品牌入驻多多可获得大量流量扶持和费用减免, 白牌才是平台货币化收入主要来源。近年拼多多先后开展百亿补贴及品牌超新星计划, 前者针对品牌商品补贴流量和现金, 后者引入品牌官方旗舰店为平台增加

背书。据拼多多商家后台规则，百亿补贴商品报名要求历史最低价、全网最低价，正常情况下品牌利润基本全部补贴给了消费者，难以长期向平台支付广告费用；据拼多多规则中心，超新星品牌达到约定广告费率后，平台再提供一定流量补贴，此外品牌免费享有百亿补贴资源位、大促活动坑位等多种资源，综合看，我们认为品牌仍处在早期扶持阶段，尚未给平台带来大量广告收入。与品牌相反，拼多多平台聚集大量白牌商家，可替换性强，与平台利益高度绑定，成为平台收入提升的主要贡献者。

表4: 拼多多品牌调性分划分及相应平台权益

调性分	定义	申请标准	百亿补贴资格	品牌黑标资格	超新星计划资格
6分	国际一线知名大牌, 国内一线高端品牌	-	✓	✓	✓
5分	国际知名品牌, 国内一线知名品牌	-	✓	✓	✓
4分	国内中腰部品牌, 国内细分品类头部品牌	1、注册商标为R标; 2、全渠道年成交额5000万以上, 或者线上渠道年成交2000万以上; 3、出现在AC尼尔森行业数据中; 4、天猫或者京东有旗舰店(必要条件); 5、不允许出现仿大牌的商品(必要条件)。 备注: 2或者3达到一条即可, 1、4、5必须全部达到。	✓ (非贴牌品牌)	✓ (非贴牌品牌)	
3分	产业带高质量品牌	1、商标为TM标及以上; 2、全渠道年成交额1000万以上, 或者线上渠道年成交300万以上; 3、线下有专柜、直营店、加盟店或进驻卖场(需要提供实拍图); 4、入驻猫超/京超的品牌); 备注: 2、3、4达到一条即可。			

资料来源: 拼玺会, 国信证券经济研究所整理

表5: 拼多多百亿补贴商品价格普遍低于天猫, 商家利润空间更低

品类	品牌	商品名称	拼多多百亿补贴价格(元)	天猫价格(元)	拼多多百亿/天猫
美妆	娇兰	皇蜂姿蜜润修护精粹水 150ml	220	359	61%
女装	鸭鸭	中长款韩版收腰工装时尚外套	198	259	76%
百货	清风	原木抽纸 100抽 30包	36.68	45.9	80%
电脑	苹果	Apple ipad 9代 WLAN版 10.2寸	2238	2399	93%
生鲜	御品一园	广西沃柑桔子 3斤	12.9	19.8	65%
小家电	苏泊尔	电饭煲 3L 家用智能迷你多功能煲	157.99	224	71%
大家电	海尔	全自动变频滚筒洗衣机 10公斤香槟金	1419	1669	85%
食品	伊利	低脂高钙牛奶 250ml*21盒	45.9	48.9	94%
手机	小米	Redmi Note11T 8GG+128GB	1559	1999	78%
医药	振德	一次性医用外科口罩 100只装	17.79	29.8	60%
数码	睿量	REMAX 智能语音小夜灯	11.9	18.9	63%

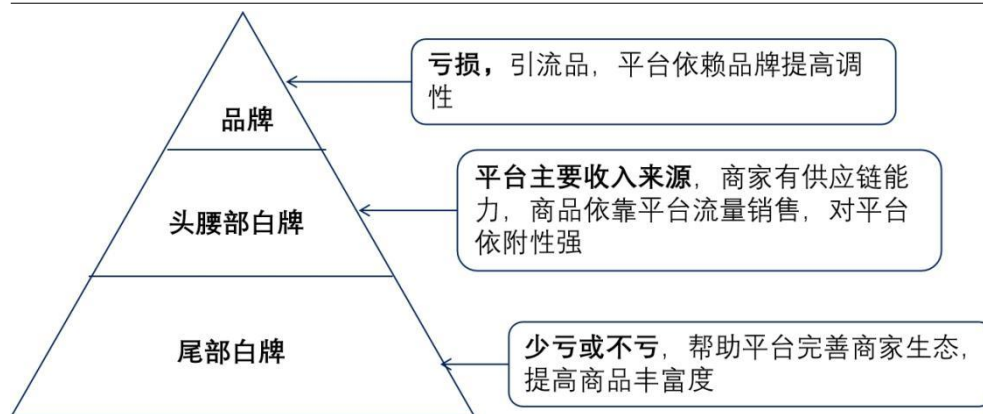
资料来源: 拼多多 App, 天猫 App, 国信证券经济研究所整理

品牌化能否成为多多第二曲线?

拼多多低价优先的流量逻辑和品牌树立形象营销的诉求难以在一个App里同时兼容, 我们认为品牌化将作为拼多多平台调性提升的手段长期坚持, 短期内收入增长主要依靠白牌商家。与早期淘宝、京东向上做品牌化不同, 拼多多的流量分发逻辑与品牌赚溢价的逻辑相悖, 难以调整, 如果拼多多将品牌化当做主要目标, 平台需要修改流量分发逻辑, 可能对拼多多下沉市场基本盘造成伤害。横向比较,

阿里 2019 年攻打下沉市场最初启用内嵌在淘宝 App 里的聚划算频道，但聚划算破价损害了品牌方利益，手淘原有货盘和千人千面的推荐精确性也难以满足下沉用户需求，后阿里新建淘宝特价版 App 定位下沉市场，对低价商品与正价商品做渠道隔离，此后才建立平衡并开始阿里在下沉市场的渗透。同理，拼多多想要成为品牌主要渠道并从品牌赚取营销费用，可能也会面临原有用户需求无法被满足、原有商家商品体系被破坏等一系列问题。由此，我们测算不同类型商家对收入的贡献情况如下：

图32：拼多多主站不同类型商家对收入贡献情况



资料来源：拼多多 App，国信证券经济研究所测算

未来主站收入前景及空间测算

多多主站收入前景：收入将随平台价值不断提升

在下沉市场竞争格局无较大变动前提下，我们认为限制多多货币化率发展的主要因素为商家付费能力，预计 2026 年拼多多主站货币化率接近 5.5%。

GMV：拼多多基本盘是下沉市场，主要为低毛利商品，平台流量成本足够低才有可能盈利，以抖音为首的有流量优势的直播电商定位收费能力更强的五环内市场，预计未来 3 年拼多多外部竞争格局稳定。国内电商下沉市场竞争已告一段落，拼多多在下沉市场的实力已得到证明。我们认为下沉电商市场前期拉新促活投入大，用户羊毛属性重，商品低单价低毛利，广告佣金投放空间有限，平台流量成本低且 GMV 达到一定规模才有可能获利，传统货架电商流量成本高，淘特、京喜等尝试表现平淡，有流量优势的直播电商更愿意从高客单高毛利的五环内市场入手，我们预计未来 3-4 年下沉市场难以成为新进入者的抢占目标，短期内多多基本盘受外部冲击可能性较低。

平台 ad 加载率：全站推广工具的推出使得平台可以对自然流量收费，多多收费能力不再受 ad 加载率限制，理论上平台可对所有流量产生的交易收费。

商家付费意愿：拼多多主流商户为广大中小产业带商家，平台对商家掌控力强，随着商家竞争不断加剧，商家付费意愿不断提高。1) 从平台运营逻辑看，不同于淘系、京东和抖音，拼多多单品爆发的流量分发逻辑和低广告费率更适合实力弱的白牌商家，淘系、京东和抖音流量逻辑均偏向大品牌和大商家，此外拼多多越来越智能的营销工具也不断降低中小商家投放难度，预计未来付费商家渗透率

将不断提升。2) 从商家竞争看，平台商家竞争日益激烈，在资源位有限的情况下商家对广告投流需求强。据公司公告，2020年底拼多多活跃商家数860万，我们推测2022年拼多多活跃商家数已达千万，已与淘系商家数量相近，此外平台百亿补贴、秒杀等能出量的资源位有限，且要求商品调性更高或商家承受更多亏损，大多数商品仍需通过投放广告保证销量，商家对在平台投流换取单量增长的需求非常强烈。

表6: 各电商平台流量分发机制及收费情况

	淘系	京东	拼多多	抖音电商
流量分发逻辑	店铺加权	自营优先	低价为主、单品爆发	以店铺自播为主
头部商家体量	天猫官方旗舰店为主，单店铺百亿量级	主要为自营旗舰店，单店十亿量级	产业带商家为主，单店亿级	官方旗舰店为主，单店亿级
店铺数量	千万量级	-	千万量级	百万量级
佣金费率	整体1%左右； 淘宝0佣金； 天猫2-6%；	高于天猫	主站0.6%； 百亿补贴频道1-3%； 多多买菜~0.5%	~2%
营销推广服务费率(2021)	整体3%左右	-	~3%	~7%
整体货币化率(2021)	3.8-3.9%	~4.8%	电商~3.1%	9%-10%

资料来源：公司公告，天猫商家规则中心，京东营销中心，拼多多营销平台，抖音电商学习中心，久谦平台，国信证券经济研究所整理及测算

商家付费能力：拼多多主打低价，商家利润率较低，主要靠高周转赚钱，商家愿意损失一部分利润率换取高销量。多多早期起家生鲜日百等低毛利品类，我们估计2021年低毛利品类GMV占比约60%，近两年通过品牌引进等措施扶持服饰美妆等高毛利品类，预计高毛利品类GMV占比未来将不断提升；我们根据商品平台售价、履约价等信息推测，平台低毛利商品净利率区间约1%-1.5%，年周转约12次，服饰美妆等高毛利商品净利区间在5%-6%，年周转约9次，商家经营需承担风险。商品ROE最低值按15%计，我们发现低毛利品类广告货币化率空间有限，高毛利品类货币化空间约4%，主站整体货币化空间加权计算约2%。

多多收入测算

参照以上分析，我们分货币化率和GMV两部分对平台未来几年的货币化收入进行测算。在外部竞争环境稳定的前提下，预计平台收入从2021年的869亿增长至2026年的3,212亿，5年CAGR 29%，平台GMV 5年CAGR 16%，货币化率5年年复合增长0.44pct。

◆ 多多货币化率测算

结论：2022年主站广告和买菜佣金带动下，预计主站货币化率增加0.58pct至3.86%，此后货币化率保持正增长，预计2026年主站货币化率达到5.5%。

假设

1. 拼多多流量逻辑为单品爆发，我们将商品根据毛利空间分为低毛利商品和高毛利商品，我们预计未来拼多多品类结构会更加均衡，**假设2022-2026年高毛利商品GMV占比每年增加2pct；**
2. 拼多多流量分发逻辑为低价优先，商家提价会导致流量下降，**我们假设拼多多的商品渠道利润率（终端商利润率+平台利润率）会保持稳定，以维护“省”的平台心智。**
3. 商家用ROE指标衡量经营成果，经营需承担垫资、退换货等多重风险，参考不

同品类的多家线上化率较高的上市公司 ROE 情况，我们设定商家经营 ROE 不低于 15%，否则商家会退出平台。

4. 在保证商家 ROE 的前提下，我们推测平台会通过营销工具迭代等方式提升广告费率，低毛利品类我们选取三只松鼠、良品铺子为参考，高毛利品类选取七匹狼、太平鸟和森马服饰为参考，考虑线上资金周转次数显著快于线下，假设 2022-2026 年多多平台低毛利和高毛利商品周转次数分别为 12 和 9 次并保持不变，拼多多平台经营思路为薄利多销，假设低毛利商品平均净利率保持 1.3%，高毛利商品平均净利率为 5%、4%、3%、2%、2%。

表7: 线上化率较高的部分上市公司近 3 年盈利情况

分类	证券名称	21 年 线上 占比	ROE(平均) (%)				销售净利率(%)				资金年周转次数			
			2019	2020	2021	平均	2019	2020	2021	平均	2019	2020	2021	平均
低毛利	三只松鼠	66%	15.9	15.1	18.9	16.6	2.3	3.1	4.2	3.2	6.8	4.9	4.5	5.4
	良品铺子	53%	27.3	19.6	13.3	20.1	4.5	4.4	3.0	4.0	6.0	4.5	4.4	5.0
高毛利	森马服饰	42%	13.5	6.9	12.8	11.1	7.9	5.2	9.6	7.6	1.7	1.3	1.3	1.5
	太平鸟	31%	15.6	19.2	16.6	17.2	6.9	7.5	6.2	6.9	2.3	2.6	2.7	2.5
	珀莱雅	42%	21.1	21.5	21.9	21.5	11.7	12.0	12.0	11.9	1.8	1.8	1.8	1.8

资料来源：公司公告，wind 国信证券经济研究所整理

5. 主站佣金收入来源为 0.6% 的支付通道费和百亿补贴，目前百亿补贴佣金率基本为天猫一半，考虑百亿补贴商品售价低于天猫的官方价格，我们认为百亿补贴佣金率上涨空间有限，假设 2022-2026 年电商平台整体佣金率保持 0.3% 不变；

表8: 拼多多百亿补贴佣金率为天猫相应类目的一半

品类	拼多多百亿补贴	天猫
服饰鞋包	2.5%	5.0%
运动户外	2.5%	5.0%
家纺家居家装	2.5%	5.0%
母婴玩具	1.0%/2.5%	2.0%/5.0%
家居生活	1.0%/2.5%	5.0%
美容个护	2.0%	4.0%
医药健康	1.5%/2.0%	3.0%
保健品	1.5%	3.0%
食品	1.0%	2.0%

资料来源：天猫规则中心，拼多多营销平台，国信证券经济研究所整理

表9: 2022-2026 年拼多多货币化率空间测算

	2021	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
电商平台货币化率 (A = F + J)	3.28%	3.86%	4.34%	4.85%	5.40%	5.49%
平台广告费率 (B)	2.98%	3.56%	4.04%	4.55%	5.10%	5.19%
平台佣金率 (C)	0.30%	0.30%	0.30%	0.30%	0.30%	0.30%

GMV 占比 (D)	60%	58%	56%	54%	52%	50%
渠道利润率 (E)	4.5%	4.5%	4.5%	4.5%	4.5%	4.5%
低毛利商品 (生鲜、日百、食品、3C 数码等)						
平台货币化率 (F = E - G)	3.0%	3.2%	3.2%	3.2%	3.2%	3.2%
商品平均净利率 (G)	1.5%	1.3%	1.3%	1.3%	1.3%	1.3%
商品年周转次数	12	12	12	12	12	12
商品 ROE	18%	16%	16%	16%	16%	16%

GMV 占比 (H = 1 - D)	40%	42%	44%	46%	48%	50%
渠道利润率 (I)	9.8%	9.8%	9.8%	9.8%	9.8%	9.8%
高毛利商品 (美妆、服饰、母婴、运动户外等)						
平台货币化率 (J = I - K)	3.7%	4.8%	5.8%	6.8%	7.8%	7.8%
商品平均净利率 (K)	6.5%	5.0%	4.0%	3.0%	2.0%	2.0%
商品年周转次数	9	9	9	9	9	9
商品 ROE	59%	45%	36%	27%	18%	18%

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理及测算

◆ 多多 GMV 及国内平台收入测算

多多国内电商业用户基本已经完全覆盖, 后续主要通过品类交叉渗透和提升用户粘性实现增长, 平台高速增长期已经结束, 未来 GMV 增速将逐步放缓, 预计 2026 年平台支付口径 GMV 约 5.1 万亿, 5 年 CAGR 约 16%。

假设

- 2021 年平台年度交易用户 8.69 亿人 (阿里国内同期 AAC 8.82 亿人), 占国内手机网民 85%, 上升空间有限, 假设 2022-2026 年 AAC 年增速分别为 2%、1%、1%、1%、1%。
- 2022 年经济下行, 利好性价比电商, 叠加多多买菜带动用户高频下单, 我们推测 2022 年平台用户年交易频次增速较快, 拉动 ARPPU 较快增长, 假设 2022-2026 年拼多多 ARPPU 增速分别为 21%、17%、14%、11%、8%。
- 多多平台商品丰富度不断提升, 自营业务补充 SKU 的作用下降, 假设 2022-2026 年自营电商增速为-97%、0%、0%、0%、0%。
- 据晚点报道, 自 2022 年起, 由于增速下滑, 主要社区团购平台目标转为追求盈利, 平台资源投入下降, 预计未来社区团购增速将逐步放缓, 假设 2022-2026 年多多买菜 GMV 增速为 50%、40%、30%、20%、10%, 随着平台不断调整品类结构, 预计佣金率会逐步提升, 假设多多买菜佣金率 2022-2026 年分别为 14%、15%、16%、17%、18%。

表10: 2022-2026 年拼多多货币化率空间测算

	2021	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
整体 GMV (亿)	24,410	29,220	36,872	42,811	47,839	51,337
yoy	46%	20%	26%	16%	12%	7%
年度交易用户 (百万人, LTM)	869	886	895	904	913	922
yoy	10%	2%	1%	1%	1%	1%
ARPPU (元/年)	2,810	3,389	3,979	4,546	5,050	5,454
yoy	33%	21%	17%	14%	11%	8%
公司收入 (亿)	912	1,266	1,795	2,342	2,915	3,212
电商 3P 收入 (亿)	770	1,078	1,519	1,960	2,429	2,646
电商 3P GMV (亿)	23,474	27,914	35,044	40,435	44,989	48,201
平台广告&佣金费率	3.28%	3.86%	4.34%	4.85%	5.40%	5.49%
电商自营收入 (亿)	72.46	2.07	2.07	2.07	2.07	2.07
yoy	35%	-97%	0%	0%	0%	0%
多多买菜收入 (亿)	69	185	274	380	484	564
买菜 GMV (亿)	863	1,304	1,826	2,374	2,849	3,133
yoy	2385%	51%	40%	30%	20%	10%
买菜佣金率	8%	14%	15%	16%	17%	18%

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理及测算

估值与投资建议

估值

考虑公司的业务特点, 我们采用分部估值法估算公司的合理价值区间。我们估算公司合理市值约为 1720-1810 亿美元, 对应目标价 136-143 美元。当前股价隐含 2024E 主站调整后净利润约 12x, 公司处于快速增长期, 近三年营收增速均超过 50%, 横向对比, 公司 GMV 及收入增速超过行业平均水平, 我们预计未来 5 年拼多多主站收入复合增速仍将保持 30%左右。在国内消费明显复苏、主站利润逐步释放的背景下, 给予主站业务 20-21x PE, 多多买菜业务尚未盈利, 考虑到业务市场份额第一, 给予 0.2x P/GMV, 暂不考虑跨境电商 TEMU 的市值贡献, 目标价 136-143 美元, 距当前上涨幅度为 58%-66%。

表11: 拼多多 (PDD.O) 分部估值表

SOTP (bn RMB)	科目	FY2023E	FY2024E	FY2025E	估值倍数	估值 (24E)	
						bn RMB	bn USD
国内主站	净利润	54.5	57.6	63.9	20-21	1,151-1,209	165-174
多多买菜	GMV	182.6	237.4	284.9	0.2	47	7
目标市值						1,198-1,256	172-181
目标股价 (美元)							136-143
当前总市值 (十亿美元)							109
当前股价 (美元)							86.00
上涨空间							58%-66%

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理及测算

表12: 同类公司估值比较

代码	公司	股价	市值 (亿元)	收入 (亿元)			经调整净利润 (亿元)			PE		
				2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
PDD. O	拼多多	86.00	7,565	1,292	1,633	1,952	354	403	466	21.4	18.8	16.2
9988. HK	阿里巴巴	89.40	16,785	8,832	9,814	10,838	1,377	1,604	1,882	12.2	10.5	8.9
9618. HK	京东集团	178.00	4,929	10,545	12,085	13,653	261	334	429	18.9	14.7	11.5
VIPS. N	唯品会	14.50	591	0	1,106	1,180	66	69	73	8.9	8.6	8.1
AMZN. O	亚马逊	93.76	66,844	35,797	40,103	45,652	508	1,885	2,793	131.5	35.5	23.9
中位值				9,689	10,949	12,246	385	969	1,155	15.5	12.6	10.2
平均值				13,794	15,777	17,831	553	973	1,294	42.9	17.3	13.1

注: A 股/港股/美股股价单位分别为人民币/港元/美元; 无评级公司的盈利预测来自彭博一致预期。资料来源: 公司公告, Bloomberg, 国信证券经济研究所整理及测算

投资建议

看好拼多多主站利润释放能力, 维持“买入”评级。我们认为公司外部竞争格局稳定, 推广工具的不断迭代有利于收入提升, 调整对公司未来3年的收入预测至1318/1795/2342亿元, 调整幅度为4%/17%/28%, 考虑公司股份稳固, 主站利润逐步释放, 跨境电商业务TEMU进展顺利, 上调目标价至136-143美元, 较原目标价上调89%/72%, 相对当前股价空间为58%-66%, 维持“买入”评级。

风险提示

竞争加剧风险

电商赛道竞争激烈，可能有平台试图进入下沉市场，在用户时长、钱包份额和商家上与拼多多展开争夺，可能影响电商业务变现能力。

行业监管风险

如果国家对平台经济监管未来进一步收紧，可能对公司业务增长产生影响。

政策风险

TEMU 可能受到海外政策的影响。

财务预测与估值

资产负债表(百万元)					利润表(百万元)						
	2020	2021	2022E	2023E	2024E		2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	22421	6427	26863	58805	92752	营业收入	59492	93950	131794	179519	234167
应收款项	5333	5400	7575	10318	13458	营业成本	19279	31718	32309	48463	72695
存货净额	1718	14	174	262	394	营业税金及附加	0	0	0	0	0
其他流动资产	55500	62552	87749	119524	155909	销售费用	41195	44802	55087	78989	100692
流动资产合计	149524	160909	208877	292729	387097	管理费用	8399	10533	14959	21665	28208
固定资产	203	2203	7164	12143	17074	财务费用	(1923)	(1902)	236	(438)	(1383)
无形资产及其他	1277	701	611	541	488	投资收益	84	247	(66)	(66)	(66)
投资性房地产	7905	17396	17396	17396	17396	资产减值及公允价值变动	194	656	2168	2168	2168
长期股权投资	0	0	0	0	0	其他收入	(225)	(72)	648	759	951
资产总计	158909	181210	234048	322809	422056	营业利润	(7405)	9631	31954	33703	37008
短期借款及交易性金融负债	1866	0	0	0	0	营业外净收支	225	72	0	0	0
应付款项	4020	7686	8091	12162	18268	利润总额	(7180)	9702	31954	33703	37008
其他流动负债	77996	86044	101720	148353	200626	所得税费用	0	1934	4607	5055	5551
流动负债合计	83882	93730	109811	160515	218895	少数股东损益	0	0	0	0	0
长期借款及应付债券	14433	11789	21040	30291	39543	归属于母公司净利润	(7180)	7769	27347	28647	31457
其他长期负债	418	577	735	894	1053						
长期负债合计	14851	12365	21775	31185	40595	现金流量表(百万元)					
负债合计	98733	106095	131587	191700	259490	净利润	(7180)	7769	27347	28647	31457
少数股东权益	0	0	0	0	0	资产减值准备	0	0	0	0	0
股东权益	60176	75115	102462	131109	162566	折旧摊销	652	1495	634	763	969
负债和股东权益总计	158909	181210	234048	322809	422056	公允价值变动损失	(194)	(656)	(2168)	(2168)	(2168)
						财务费用	(1923)	(1902)	236	(438)	(1383)
						营运资本变动	(363)	(3032)	(11291)	16256	18881
关键财务与估值指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E	其它	35282	23208	0	0	0
每股收益-经调整	(0.62)	2.42	6.56	7.30	8.22	经营活动现金流	28197	28783	14522	43499	49139
每股红利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	资本开支	0	(4152)	(3337)	(3504)	(3679)
每股净资产	12.63	13.13	17.87	22.87	28.35	其它投资现金流	(29262)	(21966)	0	(17303)	(20764)
ROIC	-12%	6%	24%	20%	17%	投资活动现金流	(38358)	(35562)	(3337)	(20807)	(24443)
ROE	-12%	10%	27%	22%	19%	权益性融资	0	0	0	0	0
毛利率	68%	66%	75%	73%	69%	负债净变化	9226	(2644)	3291	3291	3291
EBIT Margin	-16%	7%	22%	17%	14%	支付股利、利息	0	0	0	0	0
EBITDA Margin	-15%	9%	23%	17%	14%	其它融资现金流	21427	35024	0	0	0
收入增长	97%	58%	40%	36%	30%	融资活动现金流	51799	(1875)	9251	9251	9251
净利润增长率	48%	--	151%	-23%	-16%	现金净变动	16653	(15994)	20436	31943	33947
资产负债率	62%	59%	56%	59%	61%	货币资金的期初余额	5768	22421	6427	26863	58805
股息率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	货币资金的期末余额	22421	6427	26863	58805	92752
P/E-经调整	(240.3)	61.9	22.8	20.5	18.2	企业自由现金流	-	(167)	11321	39462	43949
P/B	12	11	8	7	5	权益自由现金流	-	33679	14517	43232	48523
EV/EBITDA	-	21	7	8	10						

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032