



## 高成长、低估值的全球布局的电商巨头

拼多多 (PDD.O) 2024Q2 财季延续高增长态势，在宏观消费承压的背景下仍然能获得接近 90% 增速的增长。其中在线营销收入同比增长 99%，增长速度基本稳定，广告货币化率稳步提升；交易佣金收入同比增长 240.6%，增长迅猛，佣金货币化率大幅提升。值得注意的是 2024 年 Q1 公司的收入佣金收入首次超越了在线营销收入，体现出公司各大平台的 GMV（商品交易总额）继续扩张，步入多增长极点的发展阶段。

### 报告摘要

**主站平台业务国内企稳头部** 拼多多增长点转型特征愈发明显。品牌上行计划取得成效，平台目前的商家结构已经趋于完善，既能满足下沉市场的用户需求，也能匹配一二线城市用户的消费水平；为提高复购率，拼多多在生鲜等产品上加大补贴力度，提高用户的使用粘性；面对内容平台的入驻，拼多多主站平台增添“多多直播”内容，丰富游戏玩法，争夺用户时间。用户数量的继续增长以及单个用户消费量的提升将带给拼多多主站新的发展空间。

**多多买菜业务逐步减亏** 社区团购市场成熟，盈利成为第一目标。疫情时期社区团购市场大规模兴起，各大团购平台百花齐放，而拼多多凭借自身更优异的扩张方式和管理方式，加上主站平台的全力支持，最终在“百团大战”中脱颖而出。现在随着政策的改变以及自身利润结构的考虑，拼多多降低了在多多买菜方面营销的投入，提高了佣金抽成率，正逐步走上盈利的道路。

**TEMU 海外电商业务展望** 2024 年 TEMU 业务持续扩张，现在已经在全球 70 多个地区登陆。近些年随着国内电商市场的饱和以及海外消费降级的趋势，国内的电商平台掀起了“出海风”，TEMU 凭借低价的商品源，完善的物流体系以及大规模的宣传广告，已经成为北美，欧洲以及日韩电商市场的有力竞争者。TEMU 的半托管模式丰富店铺管理方式，优化利润结构。未来随着供应链的优化，用户粘性的提高以及宣传费用的调低，TEMU 有望创造巨大的利润空间。

**投资建议** 参考中国互联网头部公司的估值以及美股电商同业公司的估值，以及拼多多过去的业绩表现与新业务拓展的潜力，我们认为目前拼多多的估值水平已经十分吸引。我们参考同业，以非常保守的 10x 2024 市盈率估值，给予拼多多公司 132.0 美元/ADR 的目标价，首次覆盖给予“买入”评级。

**风险提示：**竞争压力持续加大，新兴电商崛起，政策法规变化，全球业务不确定性。

截止12月31日财政年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
收入 (千元)	130,557,589	247,639,205	410,444,607	534,140,974	642,727,162
变动 (%)	39.0%	89.7%	65.7%	30.1%	20.3%
毛利率	75.9%	63.0%	63.4%	62.5%	63.0%
净利润 (千元)	31,538,062	60,026,544	122,025,424	152,126,643	185,380,786
经调整净利润 (千元)	39,529,722	67,899,292	130,681,491	160,782,710	194,036,853
净利润变动 (%)	306.0%	90.3%	103.3%	24.7%	21.9%
ROE	26.8%	32.1%	39.5%	33.0%	28.7%
市销率	6.7	3.6	2.1	1.6	1.4
市盈率	22.3	13.0	6.7	5.5	4.5

数据来源：公司资料，安信国际证券研究预测

投资评级: 买入  
目标价格: 132.0 美元  
现价 (2024-8-28): 89.17 美元

总市值 (亿美元) 1238.4  
流通市值 (亿港元) 1238.4  
总 ADR (百万) 1388.8  
总股本 (百万股) 5555.1  
12 个月低/高 (美元) 74.48/164.69  
平均成交 (百万美元) 1255.2

### 股东结构

黄峥 25.4%  
腾讯 14.1%

### 股价表现



% 一个月 三个月 十二个月  
相对收益 -34.6 -62.0 -39.5  
绝对收益 -30.1 -41.2 -4.3

数据来源：彭博、港交所、公司

### 汪阳 TMT 行业分析师

+852-2213 1400

alexwang@eif.com.hk

## 目录

<b>1 投资摘要</b> .....	<b>3</b>
<b>2 公司介绍</b> .....	<b>4</b>
2.1 公司发展.....	4
2.1.1 管理层早期创业经历.....	4
2.1.2 拼多多的主要发展历程.....	4
2.2 核心团队与管理层.....	5
2.3 股东结构.....	6
<b>3 主要业务介绍</b> .....	<b>7</b>
3.1 公司业务经营概览.....	7
3.2 公司收入及其变化.....	7
3.3 国内主站业务介绍.....	8
3.3.1 拼多多主站的发展历程.....	8
3.3.2 电商行业变化.....	11
3.4 多多买菜业务.....	12
3.5 TEMU 业务.....	15
<b>4 公司财务概览</b> .....	<b>18</b>
4.1 营收快速增长，利润率显著改善.....	18
4.2 资本金充裕无负债压力.....	20
<b>5 估值分析</b> .....	<b>21</b>
<b>6 风险提示</b> .....	<b>22</b>
<b>附表：财务报表预测</b> .....	<b>23</b>

## 1 投资摘要

**拼多多在电商市场中的地位稳固，竞争壁垒已经形成** 根据第三方统计，拼多多当前在电商市场的业务占比大约在 25% 左右，逼近京东，次于阿里巴巴。不过拼多多 2023 年营业收入增长达到了 89.7%，远高于行业平均，在未来有望在市场占有率上超越京东，与阿里巴巴相抗衡。鉴于拼多多从下沉市场起家的发展经历，我们认为当下的市场形势是有利于拼多多的发展的。1) 拼多多早期通过社交裂变获得用户的扩张方式，借用了微信的生态福利以及下沉市场的空白，在目前已经无法被复制；2) 拼多多前期积累的大量用户基数为拼多多打造低价优势提供基础，能够以量带动利润，获得了和商家谈判的资质；3) 拼多多早期培养的用户有极致性价比的购物心智，适应现在的消费大环境；4) 拼多多一直与白牌商家，源头商家有良好的合作关系，相较于品牌商商品成本更低，在供应链上有优势；5) 拼多多的研发投入点以及活动创新大多和低价有关，例如拼多多的流量推送机制非常利好价格低的商家，而由拼多多最先推行的“百亿补贴”活动也被其他商家所效仿。目前来看拼多多在用户端以及商家端都已经形成了坚固的竞争壁垒，未来国内的主站平台有望继续发展。

**社区团购业务成熟，海外电商业务迅速扩张** 拼多多在 2020 年，2022 年相继推出了多多买菜业务和 TEMU 业务，我们分析在未来会成为拼多多的主要发展动力。现今社区团购的竞争已经接近尾声，多多买菜成为赢家之一，未来的目标从扩大市场规模转变为实现盈利。为实现该目标，拼多多正在逐步提高该业务的佣金以及广告费用，此外也收到了先前投资助农活动带来的红利。拼多多有望在今明两年内实现多多买菜盈利的目标，为公司的业绩贡献增量。TEMU 现在还处于起步阶段，需要消耗大量的资金和人力。但是这两年 TEMU 的交易总额 (GMV) 增长迅猛，在美国得市场已经占有一定比例的市场份额。未来我们认为 TEMU 会沿用主站的发展方式，通过降低补贴，优化供应链的方式调整毛利率结构，再进一步完成品牌上行计划，提高广告及佣金货币化率。如果未来 TEMU 顺利步入成熟阶段并稳定盈利，该业务也将成为拼多多业务增长中不可忽视的力量。

**拼多多上行战略成功，发展增长点多元化** 我们分析拼多多主站的增长动力目前从通过用户数量增加带来的增长转变为增加人均交易总额 (GMV) 带来的增长和提升货币化率带来的增长。转变成功的重要原因是拼多多上行战略的成功，一方面有助于增加用户的粘性以及单次消费金额，另一方面品牌方资金更为充足，对广告的投放力度更大。货币化率的提升是平台成熟的标志，未来拼多多会缓慢提升广告和佣金费用，在保护白牌商家利益的前提下持续增收。此外面对内容平台的冲击，各大电商平台对用户使用时间的争夺也进入白热化阶段，拼多多通过创新游戏玩法，推出“多多直播”等手段争抢用户时间，目前在电商平台中效果较为显著，未来也有望保持在流量争夺中的优势地位。结合上多多买菜以及 TEMU 的增长助力，拼多多的发展点将更加多元化。

**短期悲观情绪不影响公司长远业绩** 2024 年 8 月 26 日，拼多多发布二季度财报，虽然营收和净利润都有较大增长，净利润大超市场预期，但股价却下跌 28.51%，我们认为主要原因包括 Q2 收入稍许未达市场预期、管理层的悲观展望和短期不回购分红的发言让预期更谨慎，市场对拼多多的担忧主要包含 TEMU 在海外尤其是美国面临的政策相关打压，TEMU 虽然有较高成长但市场仍然为能将其纳入估值体系。信息披露不透明以及在业绩会中展露的悲观情绪无疑对投资者带来估值打压，但也意味公司专注于自身业务以及对于外审慎发展的态度。

**投资建议** 按照最新的收盘价，拼多多的 PE (TTM) 和 PE (Fwd) 分别为 7.2x 和 6.8x。参考中国互联网头部公司的估值以及美股电商同业公司的估值，以及拼多多过去的业绩表现与新业务拓展的潜力，我们认为目前拼多多的估值水平已经十分吸引。我们参考同业，以非常保守的 10x 2024 市盈率估值，给予拼多多公司 132.0 美元/ADR 的目标价，首次覆盖给予“买入”评级。

## 2 公司介绍

拼多多成立于2015年，以农产品零售平台起家，目前已逐步发展成为中国规模最大的全品类零售电商平台之一。截止到2023年6月，拼多多的年活跃买家数已达9.1亿，平均月活跃用户数达到7.9亿。拼多多被消费者广泛认知的是其独特的社交拼团商业模式，公司开创了以拼为特色的农产品零售模式，主打“百亿补贴”、“农货上行”、“产地好货”等活动，并以“好货不贵”的理念为消费者提供各类产品。2018年7月，拼多多在美国纳斯达克证券交易所挂牌上市，证券代码为PDD.US。

### 2.1 公司发展

#### 2.1.1 管理层早期创业经历

拼多多的核心团队自公司创始人黄峥首次创业以来就一直跟随其左右。2007年，拼多多的创始人黄峥离开谷歌开始创业，先后创办了欧酷网（消费电子B2C平台），乐其电商（电商代运营公司），寻梦游戏，均取得不错的创业成绩，拼多多是团队在寻梦游戏业务过程中的第四次创业。在前三次成功创业的经历中，团队不仅积累了宝贵的创业和管理经验，也传承了积极的企业文化和有效的激励机制。

**第一个创业项目：**2007年黄峥团队的第一个创业项目欧酷网成立，欧酷网是一家主攻手机和电子教育品类的电商平台。早期欧酷网发展迅速，与步步高，OPPO和vivo等商家密切合作，在2010年营收就已超过6000万元。彼时国内电商行业竞争白热化，在此时为了避免消耗战，2010年黄峥主动将欧酷网卖出，同时又保留了核心技术团队。

**第二个创业项目：**2009年黄峥协同团队创立了第二个创业项目乐其电商。起初乐其为外国品牌提供代运营服务，其中包括店铺运营、选品、仓储物流及售后服务等方面。很快就发展到跨境电商行业。到2012年双十一，乐其成为淘宝的“金牌淘拍档”，直到现在仍作为服务商与天猫国际等平台有紧密合作。值得一提的是，乐其是黄峥第一次涉足海外业务，为后来拼多多的海外扩张打好了基础。

**第三个创业项目：**2013年，黄峥在乐其内部组建起一支20几人的队伍研究游戏，孵化出第三个创业项目：寻梦游戏。寻梦游戏开始做游戏代理业务，曾代理了《风流三国》《女神之剑》等多款网页游戏。寻梦的游戏业务为日后拼多多的成立和初步发展提供了大量资金，2015年4月，上海寻梦信息技术有限公司创立了拼好货，同年9月，内部孵化电商平台“拼多多”，继而拼好货和拼多多合并。

回顾黄峥的前三次创业路程，他在欧酷网时期就已进军电商行业，从起初的B2C商业模式，到后面乐其时期开始尝试代运营等不同模式，在这期间加深了对电商市场的深刻理解，对拼多多选择平台模式电商有着深远影响；海外市场的扩张从乐其开始，到了寻梦就已经趋于成熟，为现在运营TEMU积累了宝贵经验；在乐其时期发掘的供应链体系，为往后拼多多主打农产品市场的定位提供了坚实基础；寻梦时期，黄峥初步认知了下沉市场的巨大潜力，同样也为拼多多确定主体方向提供参考；而且现如今拼多多内将游戏融入购物的模式，也受到了寻梦游戏的影响。所以可以说黄峥前期三次成功的创业经历和现在拼多多的成功密不可分。

#### 2.1.2 拼多多的主要发展历程

##### 第一阶段：起步与增长（2015-2016）

在成立之初，拼多多明确了其平台模式电商的战略定位，利用微信生态系统的优势，迅速吸引了大量初始用户，并通过社交裂变的创新策略，积累了庞大的用户基础。

##### 第二阶段：迅猛扩张（2017-2018）

拼多多以极具竞争力的低价策略迅速扩大市场份额，用户基数和总交易额（GMV）等关键指标呈现爆炸性增长，同时低价策略也带来产品质量相关舆论话题，为拼多多品牌形象带来一些标签。

##### 第三阶段：品牌转型（2019-2020）

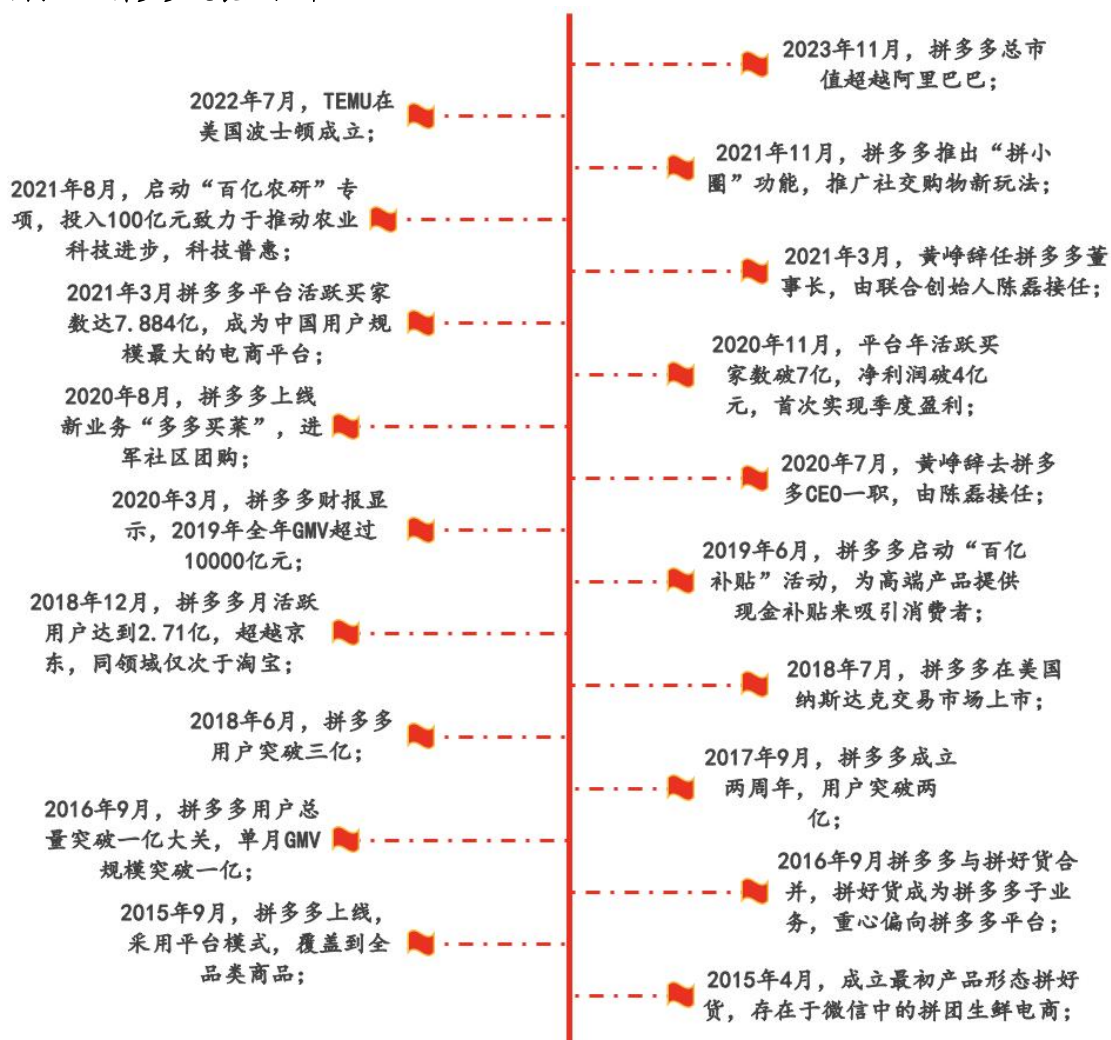
拼多多开始从深耕下沉市场转向一二线城市，致力于从低价竞争向高性价比品牌转型。通过与中高端品牌的合作，拼多多成功吸引了更广泛的消费者群体，并实现了品牌的转型升级，开启了新的增长周期。



#### 第四阶段：创新与多元化（2021 至今）

面对用户增长的放缓，拼多多正在积极探索新的增长点。通过增加用户在线时长和商品多样性，拼多多致力于提升用户体验。同时，拼多多积极推出新产品如多多买菜和 TEMU，进军社区团购和跨境电商等新兴领域，以拓展业务边界并寻求新的市场机遇。

图表 1：拼多多发展里程碑



## 2.2 核心团队与管理层

**创始人：黄峥** 黄峥是拼多多的创始人，原董事会董事长、首席执行官。黄峥毕业于浙江大学竺可桢学院，后在威斯康星大学麦迪逊分校获得计算机专业研究生学位，毕业后曾在美国谷歌工作。从2007年至2013年，黄峥开启了自己的创业之旅，先后成功创办了欧酷网、乐其电商和寻梦游戏，这些创业项目都取得了不错的成绩。2016年6月，黄峥开始担任拼多多的董事长和首席执行官，直到2020年辞去了首席执行官的职务。到了2021年，他又卸任了董事长的职位。在拼多多的创立和发展过程中，黄峥发挥了决定性的作用。他发掘了错位发展，专注下沉市场，低价高性价比商品的快速发展模式；创建了公司扁平化的管理模式和精简的组织架构；明确了公司未来的发展方向，即重视供应链的升级，确保不同人群都能与合适的商品匹配，同时满足用户的娱乐需求。即便在卸任后，黄峥依然对公司的决策和战略选择有着重大的影响。

**核心成员：陈磊** 陈磊是拼多多的创始成员之一，毕业于清华大学，获计算机科学学士学位，后又在威斯康星大学麦迪逊分校获得计算机科学博士学位，自2021年3月起担任拼多多的董事会主席，后又自2023年4月起担任联席首席执行官。联合创立拼多多后，陈磊先后主导了分布式人工智能等创新技术体系的研究，推动拼多多对现有商品流通环节进行重构，提升商品流通效率。同时，陈磊主导拼多多持续加大对农业价值链的投资，努力实现“普惠”目标。

**核心成员：赵佳臻** 赵佳臻是拼多多的创始成员之一。他在华南理工大学获得了电子商务管理学学位，于2018年起担任高级副总裁，于2023年4月起担任董事兼联席首席执行官。他创办了拼多多的多多杂货业务，并领导了拼多多平台上几个关键产品类别的运营，包括农业，同时还领导了拼多多的供应链工作，是拼多多领导层的中流砥柱。

**核心成员：肖俊云** 肖俊云是拼多多的创始成员之一。再加入拼多多之前，他曾参加了优酷网的创始工作，并在2007年到2010年担任运营经理，还在2011年开始担任新优地工作室的运营总监，经验丰富。肖俊云自2016年起担任拼多多的运营高级副总裁，自2018年4月起担任拼多多的董事。

**核心成员：郑振伟** 郑振伟是拼多多的创始成员之一。郑振伟毕业于浙江大学，获得计算机科学学士和硕士学位。在加入拼多多之前，他曾在百度，新优地工作室等公司担任多职。他从2016年开始担任拼多多公司产品开发高级副总裁，从2018年开始担任拼多多董事。

**核心成员：刘珺** 刘珺毕业于中南财经政法大学。在加入拼多多之前，刘珺曾担任小红书财务总监，兰亭集势财务总监等职务。她在2005至2013年间还是普华永道深圳的合伙人和经理。刘珺从2017年起担任拼多多的财务总监至今。

此外拼多多的管理团队拥有丰富的创业经历和技术背景。可以看到每一位核心高管在担任现今职务之前都有相关职务任期，多人更是获得计算机相关专业硕士以上学历。这些相关背景有助于提高运营效率，相关经验的总结运用利于优化发展方向和管理模式，而相关行业的专业知识使得公司高管可以下到一线亲自带队。现金拼多多采用的扁平化管理结构也受到公司高管之前创业经历的巨大影响，据年报数据，到2023年12月31日，拼多多只有17403名员工，远低于同等规模的电商行业公司。

图表 2：公司现任高层

	姓名	职务	花名
公司高管	陈磊	董事兼联席首席执行官	土豆
	赵佳臻	董事兼联席首席执行官	冬枣
	郑振伟	产品开发高级副总裁	叮当
	肖俊云	运营高级副总裁	阿宽
	刘珺	财务副总裁	/

资料来源：公司官网与互联网行业信息，安信国际研究整理

## 2.3 股东结构

**黄峥为拼多多第一大股东** 截止2024年4月，拼多多的创始人黄峥及其所属实体持股比例为25.4%；腾讯及其所属实体持股比例为14.1%，为拼多多第二大股东。除此之外，拼多多的合伙人和管理层也持有大量股份。拼多多实行AB股制度，A股一股只有一个投票权，发放给普通投资者；B股一股有十个投票权，原本只有黄峥一人持有，现在因为黄峥卸任董事长一职，超级投票权已经失效。腾讯控股（700.HK）在2016年拼多多A轮融资时成为股东，经过多轮融资和IPO股权稀释后持有拼多多股份比例为14.1%，为第二大股东。

图表 3：截止2024年4月拼多多重要股东

股东名称	直接持股数量（亿股）	占已发行普通股占比（%）
黄峥	14.10	25.4
腾讯	7.83	14.1
拼多多合伙人	3.71	6.7

资料来源：公司年报，安信国际研究整理

### 3 主要业务介绍

#### 3.1 公司业务经营概览

公司的核心业务主要包含拼多多主站，多多买菜，以及 TEMU 业务三大板块。目前拼多多的主站业务已经趋于完善。截止到 2023 年 6 月，拼多多平台年活跃买家数达 9.01 亿，日均订单量超过 7000 万单。拼多多推广的拼团模式，社交电商，高性价比策略直到今日还在为拼多多主站平台吸引更多的用户和增加交易额，成为行业学习模仿的对象。拼多多研发的大数据算法模型创新了给用户推荐商品的模式，通过分析用户的购买历史推荐他们感兴趣的低价产品，改善用户的购买体验；拼多多的供应链体系为商品的运送提供了高效的物流配送支撑，直接连接了源头生产商和消费者，有利于提供更高性价比的商品。这些方面给拼多多带来了相较于同行业其他竞争者的优势，未来拼多多也将继续深化社交电商模式，加强技术研发，提升用户体验。

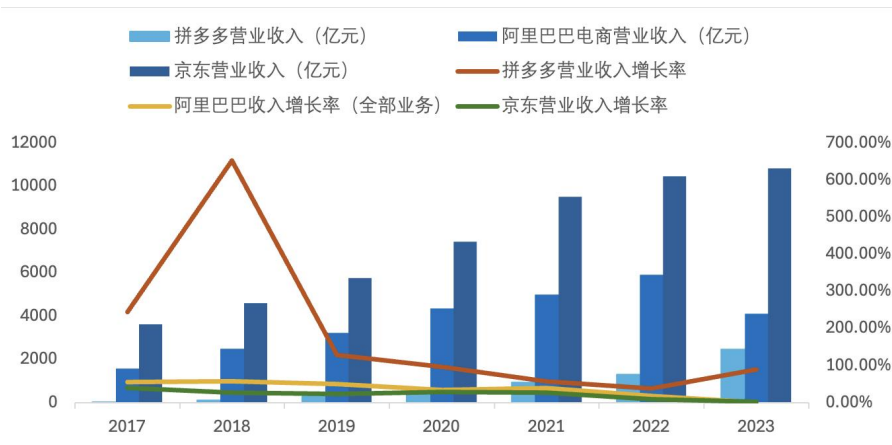
在主站业务飞速发展的同时，近几年拼多多也在逐步发展新业务。新业务的发展也成为拼多多增长的一个新的动力点。多多买菜作为拼多多在社区团购方向的业务延伸，充分发挥了自己的农产品供应链优势，为其增加单个用户消费金额的目标做出巨大贡献。截至目前，多多买菜已经成为社区团购领域的头部两家之一，根据《晚点 Latepost》消息，2023 年，多多买菜完成 1900 亿成交额，日成交量在 4000 万单到 4500 万单左右。现阶段多多买菜的重心已经从扩展规模向实现盈利过度，单量增速有所下降。

2022 年 7 月，拼多多的子公司 TEMU 在美国波士顿成立，成为拼多多涉足海外市场的新尝试。TEMU 充分利用拼多多在中国的完整供应链，为海外用户提供廉价商品。近些年来 TEMU 发展迅速，前期 TEMU 以全托管的模式进行管理，到今年上半年推出全托管和半托管共存的新模式，鼓励更多商家出海经营，刺激扩张并降低了运营成本。如今，TEMU 已经涉足全球 50 多个国家，在去年北美的电商平台中访客数量排名第二，在今年上半年被欧盟列为“超大型在线平台”（VLOP）。

#### 3.2 公司收入及其变化

按公司披露的财务口径划分，拼多多公司收入构成主要包括在线营销收入以及交易佣金两大部分：在线营销收入主要是向商家收取竞价排名费用以及广告展位费用，交易佣金则是按商家销售额收取佣金。2023 年，拼多多全年收入约 2476 亿元人民币，相较于上一年同步增长 89.7%。其中，在线营销收入约 1535 亿元，同比增长 49.5%；交易佣金收入约 941 亿元，同比增长 240.6%。作为对比，阿里巴巴同期增速仅 5%，拼多多增长势头迅猛，远超行业平均水平。

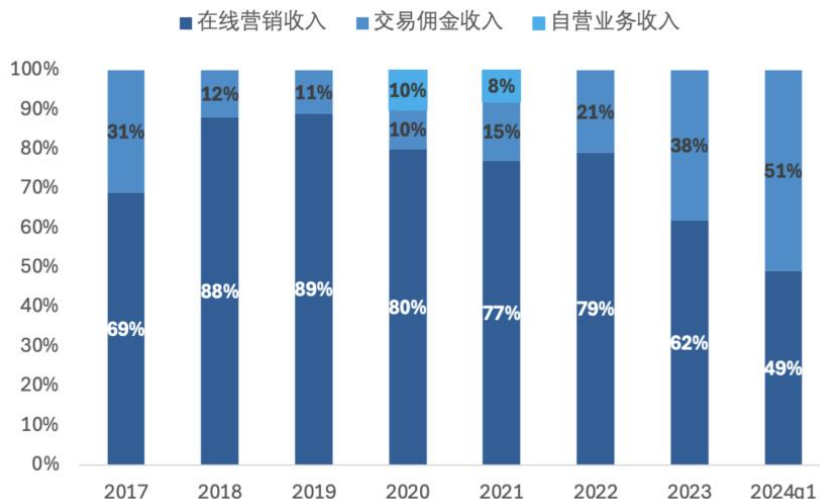
图表 4：2021-2023 年拼多多，阿里巴巴和京东营业收入变化及营业收入增长率变化



资料来源：公司年报，安信国际研究整理

2023 年，拼多多在线营销收入录得约 1535 亿元，占总收入约 62.0%，交易佣金收入约 941 亿元，占总收入约 38.0%，交易佣金收入占比有所上升，主要系品牌方百亿补贴交易量占比的提升以及海外 TEMU 的收入贡献。在 2024 第一季度，在线营销收入达 424.6 亿，交易佣金收入达 443.6 亿，占比进一步升至 51.1%。

图表 5：2021-2024 年拼多多主要收入部分占比变化（2024 只统计第一季度数据）



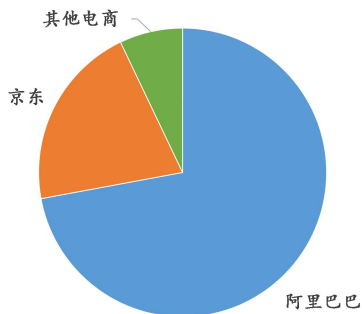
资料来源：公司年报，安信国际研究整理

### 3.3 国内主站业务介绍

#### 3.3.1 拼多多主站的发展历程

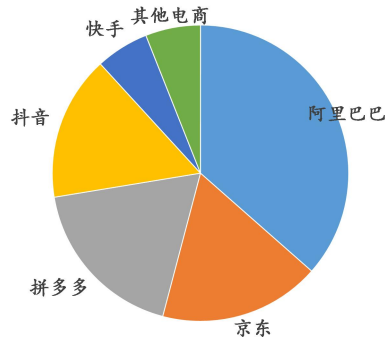
拼多多主站的前身拼好货 APP 上线于 2015 年，彼时其他的大型电商平台，如阿里巴巴，京东等已经发展的相对成熟，市场竞争激烈。但是拼多多巧妙的选择了一条截然不同的发展道路，通过田忌赛马的方法渡过了最开始的困难时期。

图表 6：2017 年电商平台 GMV 格局



资料来源：公司资料，安信国际研究整理

图表 7：2023 年电商平台 GMV 格局



资料来源：公司资料，安信国际研究整理

**初创阶段：借势微信平台营销用户规模井喷式起量** 首先拼多多敏锐地察觉到这一时期微信的生态红利，在最开始以“拼好货”的形式生存在微信中，借用微信的流行尤其是微信红包的大规模盛行获取了一大批流量；同时拼多多用特有的社交拼团模式，“砍一刀”活动等营销策略，通过更低的价格鼓励用户自发进行推广，以极低的成本快速地社交裂变。之后拼多多打造了自己的拼多多平台，确立了平台模式的电商策略，但仍然继续利用微信社交圈进行推广。初期的拼多多很快就站稳了脚跟，在 2016 年 9 月用户规模就突破了 1 亿，单月的交易总额（GMV）也突破了 1 亿。



图表 8: 风靡一时的“砍一刀”活动

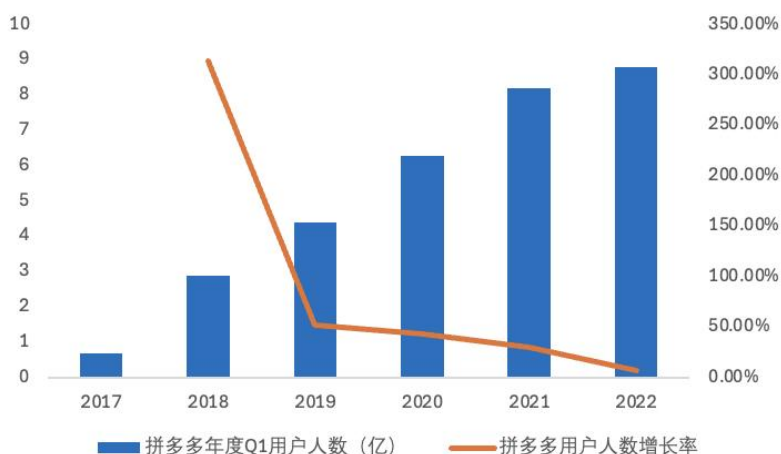


资料来源: 拼多多 APP

**抓住商家渠道端发展机遇** 在接下来的 2-3 年中, 拼多多商家渠道端也进入了快速增长的时期。拼多多利用阿里巴巴和京东向上行市场转移留下的空白, 迅速抓住下沉市场需求。为了继续积累更多的用户, 拼多多以极致低价作为主打策略, 通过提供行业内最低的价格来吸引大量流量和用户。在商家方面, 这一时期有大量白牌商家因为假货风波从淘宝, 京东等平台中流出, 而拼多多很好地抓住这一机遇, 通过更高的定价自由度留下了这些商家。此外, 拼多多独创的推送算法, 可以通过学习用户的购买行为做到精准推送最低价的商品, 一方面满足了下沉市场用户低消费的需求, 一方面为商家提供了良好的市场竞争环境。

**下沉市场站稳脚跟** 拼多多的供应链体系也在这一时期成熟, 通过直接连接生产商与用户, 拼多多做到了更低价。因此在这一时期中拼多多确立了其在三四线城市中的主导地位, 平台的用户数量和总交易额 (GMV) 等关键指标迅速增长。在这一时期中, 拼多多成功完成了多次亿元级别的融资, 并且每年用户和活跃用户的数量都保持在大约 1 亿的增长。然而, 这种极致低价的策略也带来了一些问题, 比如产品质量问题和欺诈性宣传, 这些问题逐渐成为了拼多多快速发展中的障碍。

图表 9: 2017-2022 拼多多用户人数变化及增长率变化



资料来源: 公司年报, 安信国际研究整理

**从白牌到品牌, 百亿补贴提升平台用户心智** 早些年面对拼多多的产品质量问题, 黄峥曾用里子和面子的关系应答: “举个例子, 拼多多的第一款商品是一元钱一袋的乐事薯片, 一天卖了一万份。只要一半薯片还能吃, 他就会觉得值。”这是因为拼多多直接链接两端的供应逻辑省略了中间的检查过程, 但又可以给用户带来占便宜的快乐。可在面对更高端的消费者时, 产品质量问题将会被放大。此外, 由于先前商品定位和定价较低, 导致用户单次消费金额不高; 同时因为用户

对平台的信任度不足，复购率也相对较低。为了获得新的增长点，拼多多需要品质更高的商品。因此这一时期，拼多多的主要任务是向一二线城市的更高端消费群体进军，完成品牌升级。在这个过程中，一方面拼多多在前期积累的巨量用户基数成为了其与品牌谈判的基础；另一方面拼多多推出的扶持活动也吸引了品牌方加入。2018年至2019年，拼多多的品牌升级进程接连取得进展，其中在2018年底推出的“新品牌计划”对头部代工厂进行扶持，助力其孵化自主品牌；而2019年推出的“百亿补贴”计划引进品牌商入驻，吸引高线城市用户从而提升客单价。在用户心智的方面，拼多多的宣传也从极致低价向极致高性价比发生转变，满足高端消费群体需求。通过以上转变，拼多多完成了转型升级，从而迎来了新一轮的快速增长。

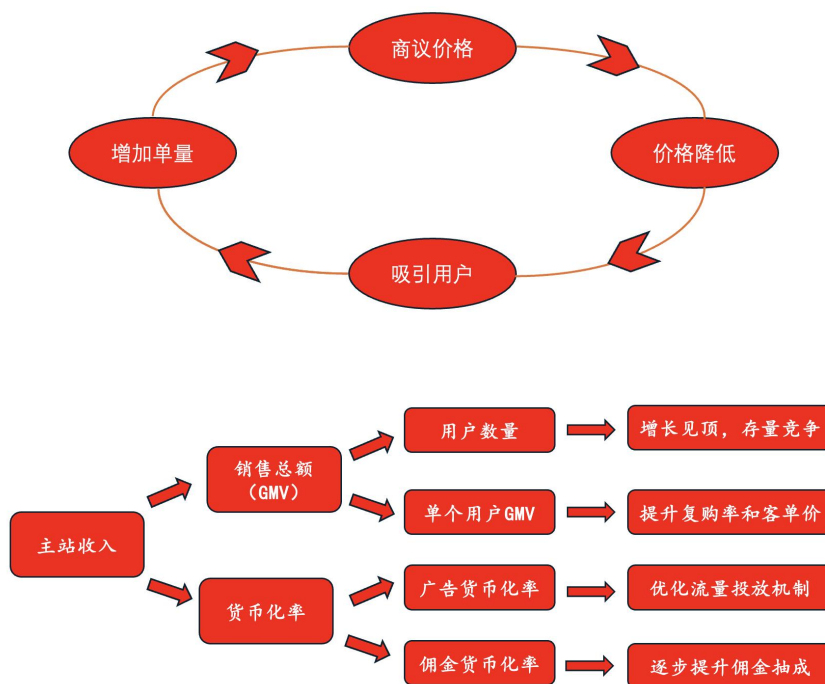
图表 10：拼多多百亿补贴活动和新品牌计划活动



资料来源：拼多多 APP

从2021年到今天，拼多多主站平台的发展动力已经从开始的通过用户数量增加带来的增长转变为增加人均交易额（GMV）带来的增长和提升货币化率带来的增长。在如今各大app争抢用户使用时间的激烈竞争环境下，为了延伸用户的在线时长，拼多多通过“拼小圈”，“多多直播”等更有意思的社交性玩法来增加用户粘性。在拼多多平台上目前品牌商家的占比在35%左右，为了进一步优化品牌商结构，拼多多会继续推广限时秒杀，百亿补贴等活动，将更多流量带给品牌方发展，同时也兼顾到白牌（非品牌方）商家的生存健康情况。优化品牌商结构一方面提供更广泛的商品范围，可以打通一二线市场和下沉市场，覆盖到不同层级的用户；也包含平台把重点放在生鲜产品这类复购率高的商品上，制造流量倾斜，利于培养用户的依赖性。另一方面，平台的货币化率近几年正在稳步提升。货币化率提升意味着广告收入和服务收入的占比正在提升，毛利润正在提升。拼多多创新流量分配机制，采用评级制度，评分更高的企业可以获得更多的自然流量，也可以购买剩余的流量，这一制度提高了商家对广告等宣传的投入。未来，拼多多可能会放缓货币化的增速，保护中小商家的利益。现今拼多多上的商品可能并不是全网的最低价，但可以通过更多的流量和更高的质量，吸引到商家和消费者。可以说现在的拼多多正在一条健康的发展道路上可持续地增长。

图表 11: 拼多多运营逻辑图



资料来源: 公司年报, 安信国际研究整理

### 3.3.2 电商行业变化

整体消费增速放缓,一定程度上减缓了电商行业的发展。近些年受到经济形势的影响,中国消费者信心指数在2024年3月份来到了89.4,远低于2021年127的高位。不过从2023年中旬开始消费者信心,月零售销售额,居民消费价格指数都开始回暖,预示着零售行业正在复苏,也为电商行业的发展释放了一些利好因素。未来在国家宏观政策影响下,零售行业会逐步回暖,但距离完全恢复仍需要时间。2024年社会消费品零售总额与实物商品网上零售额处于恢复向上的趋势之中,网上商品零售额占比稳定在25%-35%之间,线上渗透率阶段性见顶。

图表 12: 2021-2024 中国消费者信心指数变化



资料来源: 公司资料, 安信国际研究整理

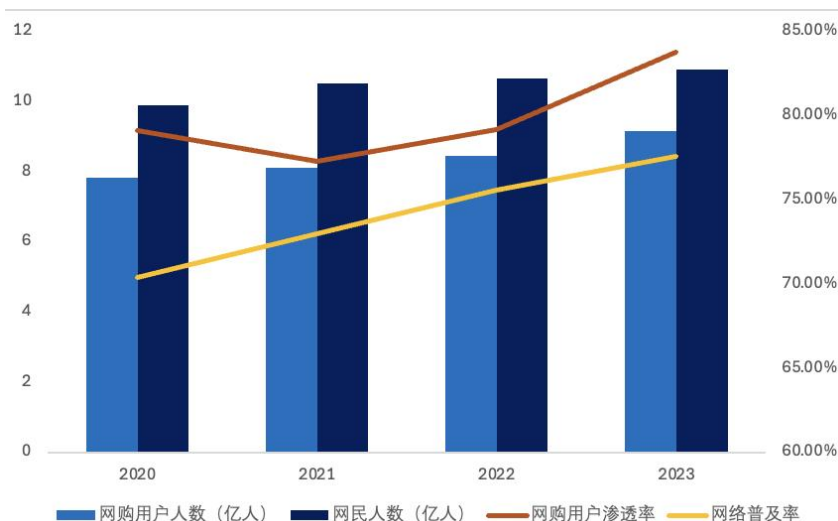
图表 13: 线上零售占比趋于稳定



资料来源: 公司资料, 安信国际研究整理

此外,之前互联网的普及以及线上+线下基础设施建设的完善,线上零售行业经历了蓬勃的发展。现如今我国的网购用户对网民渗透率,实物商品网上零售额渗透率都已经接近峰值。2023年我国的网购渗透率达83.8%,相较于去年同期只增长了4个百分点,而实物商品网上零售额渗透率为27.6%,较上年增长了0.4个百分点。由线上消费渗透率增加带来的电商行业增长已经逐步放缓,动力缺乏。

图表 14：2020-2023 年网上用户数量已经见顶



资料来源：中国互联网络发展状况统计报告，安信国际研究整理

综合来看，我们认为电商行业整体已进入存量竞争的阶段。根据国家统计局的数据显示，2023 年全国网上零售额 15.4 万亿元，同比增长 11.0%，其中，实物商品网上零售额 13.0 万亿元，同比增长 8.4%，二者相比 2022 年已有恢复，但仍处于低位。在这一阶段中，市场规模和用户数量已经接近天花板，各家公司需要通过创新升级营销策略，提升商品品质，降低商品价格等手段争夺市场份额。从 2023 年开始，各家电商平台纷纷开启低价战，希望用更高性价比的商品来吸引顾客，提高公司竞争力。在 2023 年 3 月 6 号，京东正式宣上线“百亿补贴”频道，很快淘宝和拼多多也针对此做出了价格的进一步调整。在未来，价格战将会是一场持久的拉锯，有助于推进产业的升级发展。

除了围绕性价比的比拼，多元化的趋势也影响了电商市场的布局，而直播电商的入场令市场的竞争更加多元化。此前电商行业主要由阿里巴巴，拼多多和京东三家主导市场份额。但在 2020 年以后，抖音，快手等内容平台也在电商市场中占用重要的地位。在 2022 年，快手与抖音已经占据了将近 20% 的市场份额，发展迅速；2023 年全国直播电商增速达到 35%，市场规模达 4.9 万亿元，已经成为电商行业最重要的增长动力。现在各大 APP 对用户时长的抢夺已经进入白热化，短视频平台凭借更具吸引力的内容挤占电商平台的用户时间。因此电商平台增加短视频元素，内容化转型的一大原因就是优化用户体验，提升种草能力，增加流量入口。拼多多已于 2020 年上线多多视频，阿里也在 2023 年年初将直播作为五大年度战略之一。此外在当前经济形势下，直播电商可以用其聚集的优质流量和高效的转化能力为用户提供高效率匹配低价商品，为平台快速抢占市场份额。不过短视频平台上电商元素的占比投入是有限的，而传统电商平台原有的销售途径和用户思维也无法被取缔，最终电商市场的格局仍会趋向稳定。

总体来看，性价比是目前电商平台的核心竞争力，而满足用户多元化的需求也是目前电商行业竞争力的一大体现。在当前经济环境弱复苏的大背景下，低价高性价比的商品普遍收到用户喜爱，价格战的风波仍将持续；面对内容平台进入电商市场，电商平台内容化的趋势也无法避免，融合发展补充短板，既是机遇也是挑战。

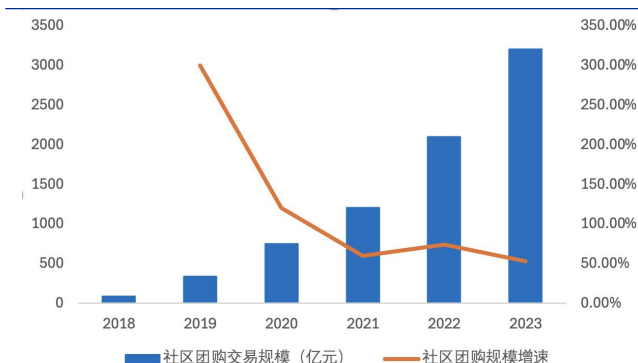
### 3.4 多多买菜业务

社区团购业务萌芽于 2015 年，兴起于 2016 年，并在 2018 年引发资本市场的热烈追捧。社区团购的兴起与我国独特的民情离不开关系：一是我国人均可支配收入相较于发达国家仍有差距，根据国家统计局公布的数据，2023 年我国人均可支配收入仅有 39218 元，消费者对于高性价比生活用品的需求旺盛，提供一个便捷的购买途径成为潜在商业机遇；二来我国的城市层级复杂，乡镇街道情况参差不齐，解决“最后一公里”的问题受到社会重视；三是我国的互联网普及率已经很高，网购文化也早已深入人心，为电商平台进军团购市场提供了保障。2020 年受到新冠疫情影响，居民出行受限对社区团购平台的发展带来以外的机遇，各家团购平台如雨后春笋般出现。在 2018 到 2022 年 5 年间我国社区团购市场交易规模迅速扩大，2019 年的市场规模同比增长超过 3 倍，到 2022 年我国社区团购市场规模达到 2100 亿元，同比增长超 70%。根据网经社的统计，2023 年社区团购市场规模超过 3200 亿元。与后移动互联网时期的各种商业模式相比，社区团购目前发



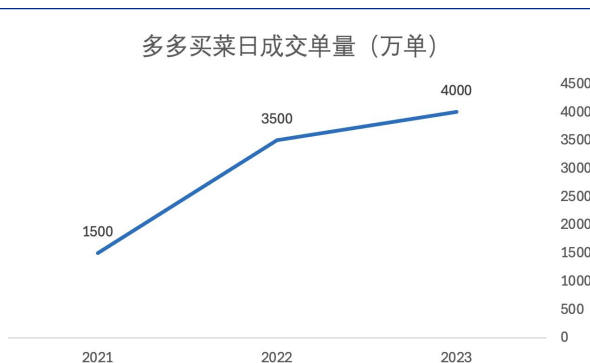
展已经进入成熟期，但基于社区团购最好“留量池”的优势，仍具有较大的发展空间。

图表 15: 近年社区团购交易规模变化及增长率



资料来源: 网经社, 晚点 latepost, 安信国际研究整理

图表 16: 多多买菜业务日平均成交单量变化



资料来源: 公司资料, 安信国际研究整理

多多买菜是拼多多在 2020 年 8 月推出的社区团购业务，也是作为拼多多线上业务的线下延伸。彼时的拼多多用户增长已经接近天花板，而拼多多的存量用户与社区团购目标用户群体标签高度吻合，且社区团购专注的生活必需品复购率高，有利于提高用户的粘性，丰富平台的服务方式。拼多多出身于农产品电商的拼好货 APP，对于生鲜产品供给和消费受众群体以及销售方式非常熟悉，扩展社区团购的相关业务也相较于其他电商更为轻松；面对农产品在网络零售行业的缺口，拼多多又拥有丰厚的产品渠道以及坚实的供应链系统，也是拼多多在涉足团购行业的优势。因此多多买菜业务即是在时代风浪下诞生的产物，也是拼多多平台自身的发展需求。

开始阶段，多多买菜主要通过从主站平台客户的引流来获取初始用户。拼多多的主站平台页面里会插入多多买菜的广告横幅，可以直接跳转到多多买菜界面，做到买菜业务和主站业务共享流量。基于拼多多当时主要的用户中很大一部分也是团购行业的受众群体，此举效果非常显著。多多买菜快速积累了用户流量，做到精准推广的同时节约了宣传成本；当然对主站来说，一方面提高了用户的使用频次，另一方面也深化了其高性价比的战略目标。

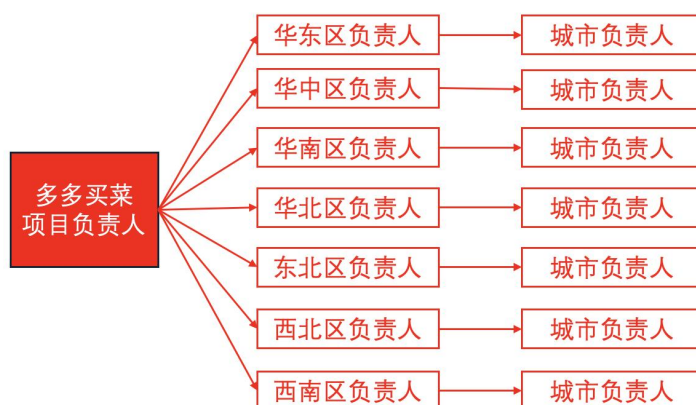
图表 17: 多多买菜在主站平台上的宣传



资料来源: 互联网, 安信国际研究整理

内部的组织架构方面多多买菜也大多沿用了拼多多以往的经验。多多买菜业务开拓的初期就是由公司的领头人物阿布直接带队，外加抽调众多公司骨干成员加入，倾力进入团购市场，直接将多多买菜业务放置在战略重心位置。与别的平台不同，拼多多只有三层结构，如此精简的框架极大提高了人效和传递效率。拼多多将中国划分成 7 大分区，每一分区有一位负责人承担，分区负责人直接向项目的总负责人阿布对接。而在各个分区中拼多多打下的每一个山头都有一个城市负责人，城市负责人直接向分区负责人对接，又管理着这个城市里所有的社区负责人：团长。此外，拼多多还采用地区自治的方式，给各城市极大的自主调动的权利，一是可以根据各地的实际情况因地制宜，二是便于在激烈的竞争中抢夺人才和市场。并且不同于其他的社群模式，拼多多发挥了平台模式的优势，团长的存在感弱，佣金也相对较低，便于提供更低的价格。

图表 18：多多买菜层级划分图



资料来源：公司 app，安信国际研究整理

先前拼多多的主站物流主要以外包为主，拼多多与圆通，顺丰等物流公司都有良好的合作关系。入驻团购行业之后，因为农产品对运输速度和保鲜的要求更高，拼多多也在构建自己的物流服务。针对速度上的问题，多多买菜采用拼购+产地直发的销售方式，确保农产品从产地发出后不会在中间流程停留，缩短了产销链；此外，多多买菜推出“农云行动”，助力打造数字化产业带，优化运输环节，缩短了物流时常并且减少了运输损耗。多多买菜在保持与物流巨头的良好合作的基础上修建如自营中心仓等冷链物流基础设施，招募团长建立城市冷链仓网络，在已有的物流体系上升级了冷链物流体系，优化了物流配送服务，满足了农产品运输的保险需求。多多买菜在供应链的优势在解决“最后一公里”问题的社区团购业务中更加被放大。

后续发展的进程中，拼多多将重心放在了改良社区团购的源头。当团购行业趋于成熟，“最后一公里”的问题已经被良好解决，“最初一公里”的任务仍然还很艰巨。相较于农业发达国家，我国的农业生产数字化进程还很落后。如何加强农产品的供给端和需求端匹配，提升农产品生产的质量和效率成为拼多多想要解决的难题。“两台四网”就是针对供给与需求匹配问题而建。两台指的是农产品上行平台、互联网农业数据平台，四网指的是地网、天网、农产品物流网和农业科技网，其中地网是以新农人为基础搭建的销售网络，天网是拼多多自建的农货智能处理系统。在这个系统里，拼多多可以统计全国所有产区内包括但不限于农产品种类，成熟周期，区域物流条件等等信息，通过这些内容的整合提前给消费者提供农产品推荐，做到在农产品成熟的季节精准匹配到用户，解决了潜在的滞销问题。同时这套系统也会统计用户的喜好，各类农产品的口碑和订单量等信息，及时反馈给农户，便于农户对未来生产策略进行调整。此外，拼多多还积极推动农业上行的战略，提高生产效率，保障农民的权益。拼多多推动的百亿农研项目，设立 100 亿农业科研专项，致力于推动农业科技进步。比如拼多多通过推动农产品的数字化改革，收集、分析农产品大数据，针对不同地区制定种植方案，有效地提升了农业亩产值。拼多多同时推出的新农人计划，鼓励 10 万名高学历农业人才回乡创业，为乡村事业留下了宝贵的竞争力。拼多多对源头的改善一方面提升了自身品牌的口碑，让产品质量和服务更有保障；另一方面也真正的带动了农村经济发展，让利益本地化，人才本地化，产业本地化。

图表 19：多多买菜众多助农活动

时间	活动名称	活动内容
2018 年	多多果园	“多多果园”让用户虚拟种植果树。待果实成熟，玩家将收到平台赠送的实物水果。这种互动游戏方式不仅增加了用户乐趣，也有效推动了农产品的团购活动。
2019 年	农货节	联合全国各省市上千个地标产区，优选百万品质商家，从供应源头为“多多好年货”保驾护航，助力农产品销售，满足城乡消费者的年货需求。
2019 年	两台四网	拼多多通过实施“山村直连小区”策略，结合“两台四网”模式，打造了一个全面的供给网络。这一网络有效连接了供需两端，优化了农产品的流通效率。
2021 年	百亿农研	拼多多计划投资 100 亿元于农业科技专项基金，专注于农业和乡村发展的核心需求。该基金不以盈利为主要目标，而是致力于促进农业科技的发展

		和普及。
2023 年	农云行动	汇聚关键资源，拼多多致力于加速全国 100 个农产品产区的数字化进程，实现“云端”对接。这一举措旨在构建更具弹性和市场竞争力的数字化农产品供应链。

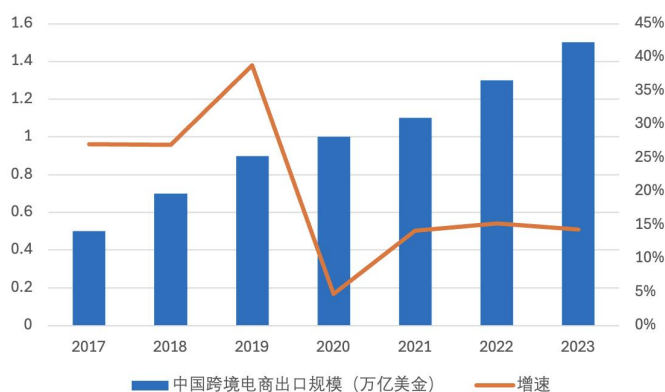
资料来源：公司官网，安信国际研究整理

2021 年之后，随着中国社区团购的政策开始收紧，加上潜在市场空间已经在过去几年的蓬勃发展消耗殆尽，社区团购的浪潮逐步接近尾声。早在 2020 年 12 月 22 日市场监管总局就出台了“九不准”规定，明确提出“禁止平台负毛利”销售的监管措施；2021 年中国商务部又出台了《“十四五”商业发展计划》，进一步指导团购市场发展方向。目前团购市场的竞争不再是烧钱补贴的腥风血雨，而是通过先进的技术和管理模式来提升效率，回归营利的目的。多多买菜凭借各方的优势在“千团大战”中存活下来，在市场中抢占到较大的份额，与美团优选分庭抗礼。未来多多买菜团购业务将逐渐从前期的烧钱竞争阶段走向长期盈利的阶段，多多买菜的目标也从扩大单量规模转变为精细化运营，提高毛利率，早日实现盈利。未来，鉴于团购市场已经趋于较为稳定的局面，团购业务应当回归正常的盈利模式，为拼多多贡献增长价值。

### 3.5 TEMU 业务

TEMU 于 2022 年 9 月开始运营，成立于美国波士顿。在当时面对国内电商市场竞争日益激烈，扩张进程接近尾声的情况，拼多多尝试海外市场，将 TEMU 业务作为新的增长点，为未来的业务发展拓展新的道路。经过近两年的发展，TEMU 已经在海外市场站稳了跟脚。在今年二月份的超级碗决赛中，TEMU 再次豪掷千金买下黄金广告时段，广告词是“Shop like a Billionaire”（像亿万富翁一样购物）。其实 TEMU 并不是黄峥对跨境电商市场的第一次尝试，早在拼多多之前，乐其电商与寻梦游戏都曾涉足海外市场。TEMU 的负责人和业务核心人员大多是从多多买菜业务中转移过来的，从侧面佐证了拼多多扩张业务的重心转移。TEMU 现在还主要专注于下沉市场，利用中国更为廉价的生产成本以及自身完整成熟的物流体系，为美国等海外市场输送廉价商品，与拼多多早期的扩张战略相似。也许未来，TEMU 也会向品牌方转型，开始产品上行时期。

图表 20：中国跨境电商出口规模近年发展状况

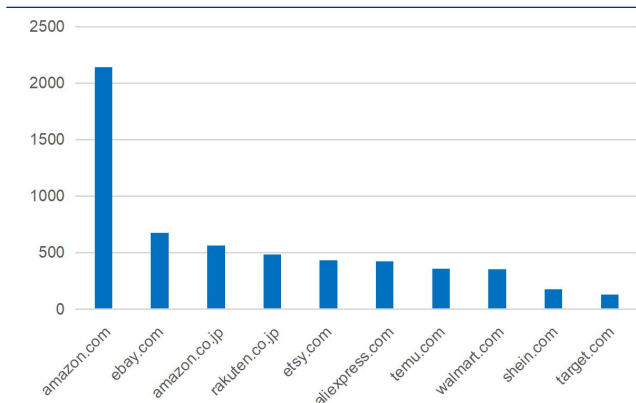


资料来源：安信国际证券研究整理

近些年美国等国家通货膨胀率日渐上升，为廉价商品打入市场提供了条件。货币的购买力下降导致民众的购买欲望下降，如果说以前用户网购的要求更多是速度快，质量好，现在网购的主要诉求已经集中在价格低。以美国为例，现在美国市场同时面临经济下行和加息两方面的冲击，民众对于廉价商品的需求更为激烈。在之前尤其是疫情冲击以前，美国的电商平台对下沉市场的覆盖不足，这个方向具有广阔的发展空间。以亚马逊为例，亚马逊将大量资金资源投入物流基础设施的建设，发展重点主要放在商品种类的齐全以及物流的方便迅速。并且鉴于美国自身生产成本较高，又有像是沃尔玛这种零售巨头的存在，网购相对于线下购物，廉价的优势并不明显，因此美国本土的网购平台并没有将重点放在这里，为 TEMU 的发展提供了良好的市场环境。在 TEMU 之前，以服装产业为重心的 Shein 已经在美国取得了一定成功，证明了主打低价热卖产品的商业模式在美国可以成功，为 TEMU 的创立提供了逻辑支撑。当然，截至目前美国的人均购买力仍然要显著高于我国，因此未来 TEMU 的继续扩张以及有可能发生的产业上行策略都拥有极大的发展空间。

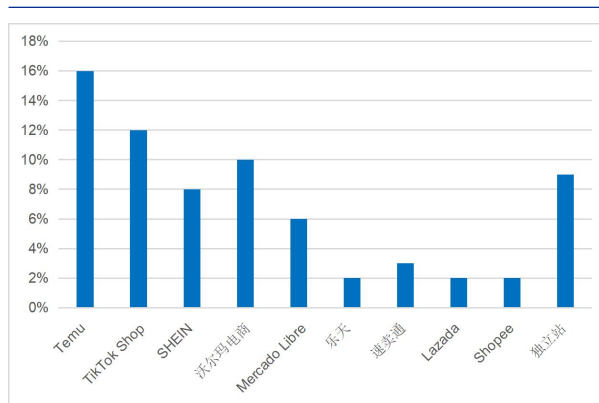


图表 21：2024 年海外电商网站月度访问量（百万）



资料来源：eMarketer，安信国际证券研究整理

图表 22：2023 年成熟卖家新渠道分布



资料来源：雨果跨境，安信国际证券研究整理

Temu 现在的主要运营方式是“全托管+半托管”模式。在全托管模式下，商家仅负责提供商品以及在国内部分的物流，后续的运营、物流、仓配、客服以及售后服务环节都由平台方负责。在这种模式下平台的主要盈利来源是终端售价与商家提供价格的差值，相较于主站平台的运营模式成本更高，毛利率也有所降低，但这种模式是为了满足高速扩张的妥协。全托管模式降低了商家入局跨境电商的门槛，减少了商家的运营成本和风险，更多的商家愿意在 TEMU 上开创海外业务；同时平台拥有高度掌控权，通过对选品、定价、售后等环节的把控做到提供更优质的产品，更便捷的服务，有助于提升平台的口碑，吸引用户；并且平台对商品的定价采用严格的竞价模式，鼓励商家互相竞争从而筛选出最低价的产品，因此相较于同类型平台 TEMU 往往可以提供更低的价格。鉴于全托管模式的种种优势，Temu 得以横扫欧美，2023 年独立访客数达到 4.67 亿，增长速度之快令人咂舌。

2023 年 3 月 TEMU 又推出半托管模式，相较于全托管模式，半托管模式下平台将选品和运营的部分自主权交还给商家。商家需要重新在平台上开店，可以自主选货直接上架，跳过冗杂的审核阶段；同时也要负责海外的部分物流（海外仓库到顾客的部分）和售后服务，但是平台会帮商家完成广告的推送以及主要销售的部分，流量的分配掌握在平台手中，并且最重要的是定价的权利被保留了下来。半托管本质上还是托管，但是弥补了全托管的劣势，首先他提升了物流的效率，因为商家的商品可以直接在海外进货而不用从国内运出；此外此前全托管模式下商家的利润是很微薄的，全托管模式可以提高商家的利润，对于广大国内小商家来说很有更有吸引力。未来相信 TEMU 也会不断优化已有的运营模式和创新的模式，来应当目前多变的机遇与挑战。

图表 23：全托管与半托管模式对比

	全托管	半托管
定义	卖家只负责产品的供给，将其他工作都交由平台来负责的运营模式	介于全托管和卖家自运营之间的服务模式，平台和卖家各自承担部分责任
特点	定价权被垄断，商家只掌握货权	不同平台有差异，商家各司其职
优势	降低了准入门槛，方便有独立生产能力，但没有出海经验的商家	节省了商家的部分物流成本，提供更多的商品灵活性，解放了平台的运营压力
劣势	成本高，毛利低	监管压力变大，商家适用度不高
适用商家	源头工厂，产品单一的商家	在海外游自己的储存仓的用户
受众群体	对性价比更加追求的用户	追求高效物流效率的用户

资料来源：安信国际证券研究整理

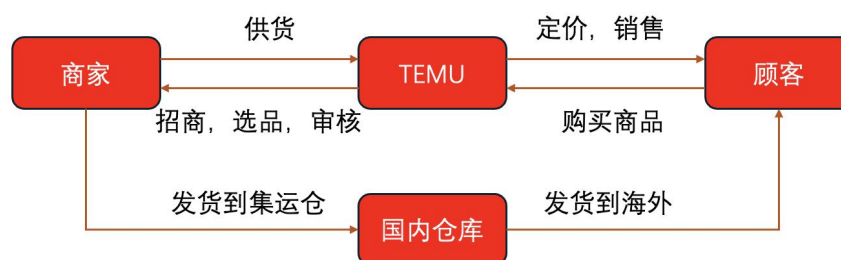
TEMU 沿用之前拼多多主打的“低价好货”策略，为海外用户提供高性价比的商品。国外经济下行压导致用户消费水平下降，差异化的商品利于快速抢占市场份额和吸引消费者，拼多多有之前在下沉市场探索的宝贵经验，我们认为这三点是 TEMU 主打高性价比的策略可以成功的主要原因。TEMU 可以做到极致低价的策略有几方面，首先 TEMU 可以运用之前拼多多在国内市场积累的低价



商家资源，获得大量的低价保质商品源，再加上已经成熟的供应链体系，做到尽可能降低进货成本；拼多多的竞价体系采用后台竞标的方式，倒逼选出最优价格的供应商，市场经济风格明显，并且 TEMU 也放弃商品种类全面性，将重点放在打造单个低价爆款上，因此往往能创造全网最低价；现在 TEMU 平台还在高速扩张的阶段，为了鼓励用户下单，平台推出大量折扣活动和补贴活动等利好消费者的活动，更是打出“Temu 最高 90%折扣”的标语，这种目前烧钱的营销策路也进一步拉低了平台上商品的价格。在前期因为单个商品较低的毛利润以及较高的获客费用和补贴费用，平台整体的净收入相对较低，不过长期来看随着品类结构的逐步完善和各项营销费用的下滑，预期净收入率将有所提升。除了商品单价的降低，TEMU 也采用了更低的包邮价格，提高了用户的下单量。低价好货的策略整体契合了广大海外用户的消费需求，也完成了 TEMU 早期的扩展市场的任务，可以说是成功的。

相较于国内的电商运行，跨境电商对物流方面的管理更加困难，也有更高的要求。目前 TEMU 的物流体系可以分为三个部分：国内头部配送，干线运输，海外的尾部配送。目前国内的配送过程基本是由商家直接发货到 TEMU 的货仓。商家一般会根据订单量发货，不过鉴于现在商品的储存成本很低，部分商家也会提前将货物放松到货仓储存。在干线运输的方面，TEMU 主要和国内的物流公司合作，比如极兔等，通过空运的方式运送到海外地。在海外的尾部配送方面，TEMU 现在主要和当地的物流公司合作，比如在美国就和 USPS 合作。当然目前 TEMU 这种供应链体系还有升级的空间。根据 Meta Survey 的调研，现今跨境购物的消费者对物流最大的诉求是低价，其次才是高速，意味着低速低价的配送变得可以接受。在这种情况下，TEMU 首先改动的就是自己干线运输的部分。从去年 11 月期 TEMU 已经开始与美森等几家航运公司展开合作，用海运的方式取代空运将节约大量成本。此外，TEMU 也一直在致力于推动自己的海外储存仓的建立。这一方面可以降低商品在海外的储存成本，一方面又可以方便海外用户的退货，换货需求。物流对跨境电商非常重要，TEMU 在物流上的改进在一定程度上体现了平台的优势。

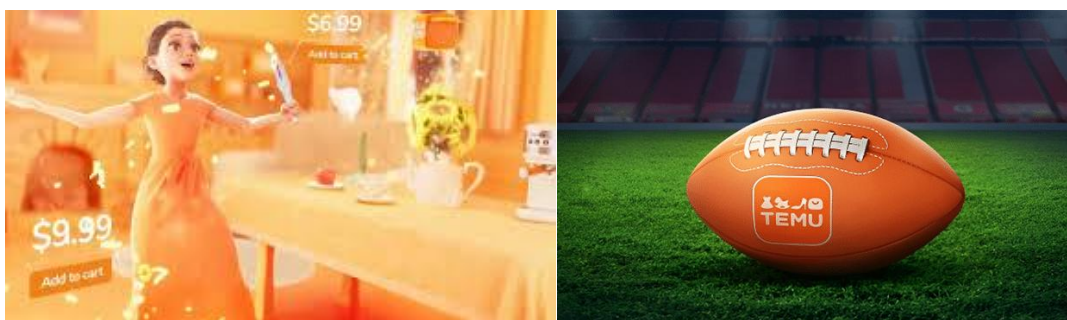
图表 24: TEMU 的物流体系逻辑图



资料来源：安信国际证券研究整理

在流量投放的方面，TEMU 很好的沿用了拼多多的优势。拼多多的营销围绕低价好货为中心，重点放在社交平台，不过渠道相对分散，呈现出广撒网的趋势。Temu 在 Facebook、Instagram、Twitter 等海外主流社交媒体建立了官方账号，不过大部分的引流都是来自于 Facebook 和 YouTube，占比达到了 95%。截止到 2023 年 12 月，Temu 的累计下载量已经达到了 3 亿，连续数月登顶同类型下载量第一。拼多多的社交裂变属性也传递到了 TEMU 的营销策略中，采用“重大节日营销+社交裂变”的方式。比如推介奖励活动：通过邀请好友下载并注册 Temu 可以获得免费商品、邀请五个好友可获得 20 美元现金激励，这和最初拼多多的营销策略异曲同工。TEMU 也在运营策略中加入了本地化的元素，比如开展 Shake&Cheer 活动，抽奖需要邀请好友获得次数。以及 TEMU 在美国当地的购物狂欢节黑色星期五上举办拉新活动，吸引了一批消费者进入，凸显节日营销属性。目前来看 TEMU 的用户数量仍然会保持高增速的增长，根据苹果公布的 2023 年美国 App Store 的应用下载量排行榜，在免费应用程序下载量榜单中，Temu 已经超越了 TikTok、Instagram、Google、YouTube 等 APP，登顶首位，这归功于 TEMU 多元化高质量的营销策路。当然未来随着 TEMU 用户数量见顶以及运营模式趋向盈利，对于流量投放的开销可能会有所消减。

图表 25: TEMU 在超级碗投放广告



资料来源: 互联网

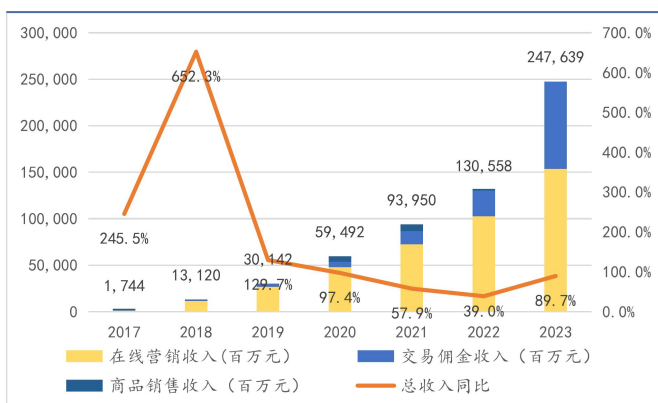
TEMU 仍然处在高速发展的时期, 到 2024 年 7 月, TEMU 已经覆盖了全世界 70 多个国家和地区, 包括北美, 欧洲, 日韩, 东南亚等多个市场, 相较于中国的海外电商平台, TEMU 在日本的流量排在第一, 而在美国, 德国, 英国的排名都在第二, 市场形势良好。目前鉴于 TEMU 保持高流量投入, 其流量侧以及销售总额 (GMV) 均有望维持较高增长速度。未来随着平台补贴力度和投放力度的下降, 预计 TEMU 的毛利率将会上升, 收入有望超过预期。

## 4 公司财务概览

### 4.1 营收快速增长, 利润率显著改善

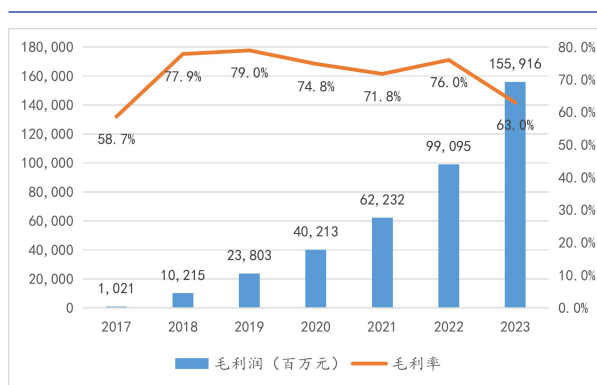
**年度收入持续高速增长** 2023 年收入同比增长 89.7% 至 2476 亿元人民币, 其中在线营销收入同比增长 49.5% 至 1535 亿元, 这主要来源于品牌商以及白牌商家对广告的投入增加, 广告货币化率的提升。拼多多的品牌上行计划以及对白牌商家的扶持计划都能一定程度上提升广告收入。交易佣金收入同比增长 240.6% 至 941 亿元, 这主要来源于拼多多年度 GMV 的增加和佣金货币化率的提升, 以及海外 Temu 业务的拓展。

图表 26: 2017-2023 年总营收变化及同比



资料来源: 公司公告, 安信国际证券研究整理

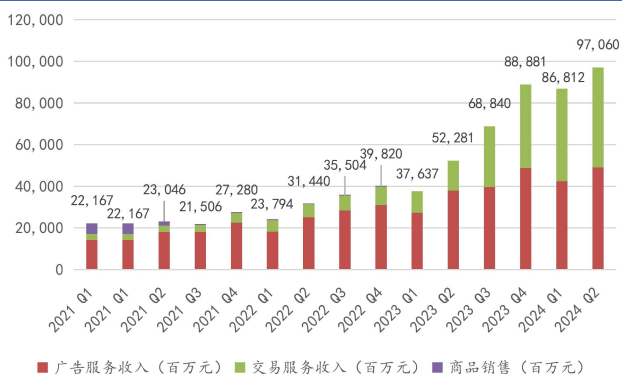
图表 27: 2017-2023 年毛利润及毛利率



资料来源: 公司公告, 安信国际证券研究整理

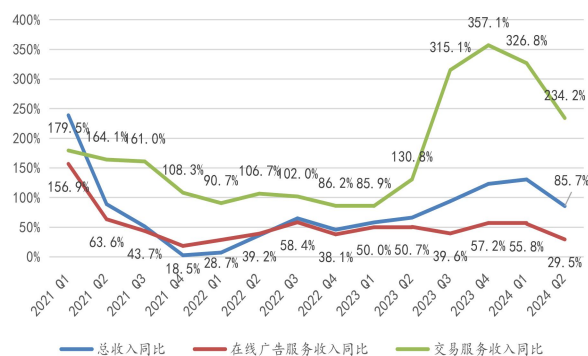
**季度收入表现依旧强劲** 2024 Q2 公司总收入为 970.6 亿元, 同比增长 86%, 尽管增速有所放缓, 但仍保持了较高的增长水平, 且在电商行业中增速依然领先。2024Q2 在线营销服务及其他服务收入为 491.2 亿元, 同比增长 29%。但与前两个季度 55% 以上的增速相比, 增速明显放缓, 这反映出拼多多国内主站业务的增长面临一定挑战, 可能受到市场竞争加剧、消费者行为变化等因素影响; 2024Q2 交易服务收入达到 479.4 亿元, 同比增长 234%, 该部分收入主要来自多多买菜佣金收入、Temu 收入以及部分百亿补贴的佣金, 增长较为显著, 表明拼多多在新业务领域的拓展取得了一定成果, 交易服务逐渐成为重要的收入增长来源。

图表 28: 2021Q1-2024Q2 季度收入变化



资料来源: 公司公告, 安信国际证券研究整理

图表 29: 2021Q1-2024Q2 季度收入同比

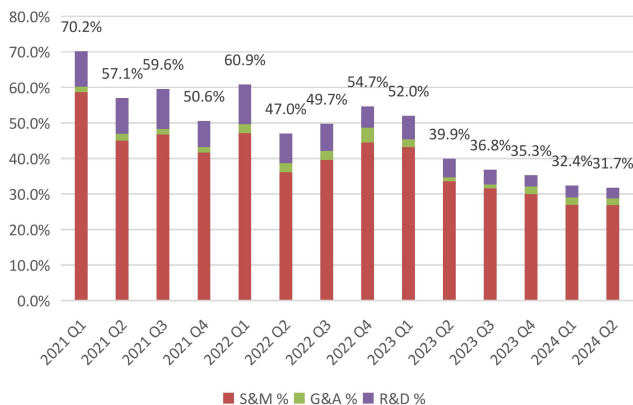


资料来源: 公司公告, 安信国际证券研究整理

**毛利率扩张中企稳提升** 公司的毛利率持续保持在较高水平, 2023 年毛利率有所下降, 一大原因是目前 TEMU 正处于业务扩张时期, 拼多多对 TEMU 业务的补助一定程度拉低了本身的毛利率。拼多多在海外的业务导致其物流履约成本, 支付和维修费用上升, 短期内毛利率会有一定程度的下滑。但是长期来看, 随着目前拼多多开始与众多海运公司展开合作, 物流成本有望下降, 加上未来 TEMU 规模效应增加之后, TEMU 的经营效率有望提升, 带动公司总体毛利率的提升。2024Q2 毛利率 65.3%, 不仅同比实现了较高增长, 且较前几个季度还有所提升, 交易服务收入的突出增长, 虽然包含了国内主站、多多买菜、TEMU 三块业务的收入, 且 TEMU 有进销差价收入, 变现率也较难确定, 但整体业务的发展为毛利率提升奠定了基础。

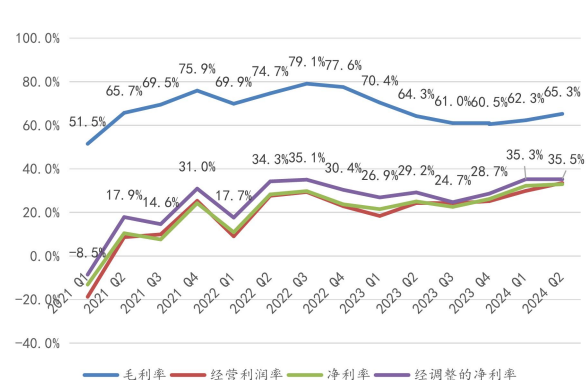
**强大的经营效率** 从过去三年的季度数据来看, 拼多多的总经营费用率呈现出下降态势, 例如 2024 Q2 总经营费用率为 31.7%, 这表明拼多多在成本控制方面取得了较好的成效, 随着营收规模的不断扩大, 其成本控制能力呈现出规模效益, 能够有效地管理和降低各项费用支出, 有助于提升公司的整体盈利能力。这种经营费用率的表现对拼多多的业务发展具有多方面的积极影响。一方面, 较低的总经营费用率有助于提升公司的利润水平, 为公司的持续发展提供了坚实的财务基础, 使公司在市场竞争中具备更强的财务韧性, 能够更好地应对市场变化和竞争挑战。另一方面, 合理的费用结构和有效的成本控制, 使得拼多多能够在不牺牲用户体验和业务增长的前提下, 实现盈利的提升, 有利于公司将更多的资源投入到核心业务的拓展、创新项目的推进以及市场份额的进一步扩大上, 例如加大对优质商家、品牌的扶持力度, 升级物流、售后等服务体验, 吸引更多新商家、新商品, 为消费者带来更多的优价好物, 助力平台实现高质量发展。

图表 30: 2021-2024 年三费季度比率变化



资料来源: 公司公告, 安信国际证券研究整理

图表 31: 2021-2024 年季度利润率变化



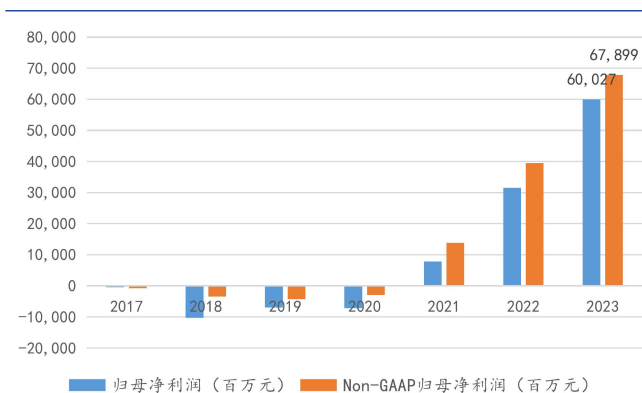
资料来源: 公司公告, 安信国际证券研究整理

**净利润快速提升** 受益于业绩的快速扩张和优秀的成本控制能力, 拼多多季度的净利润呈现出较高的增长态势, 2024 年 Q2 归属于普通股股东的净利润为 320.1 亿元, 同比增长 144%; 经调整净利润为 344.32 亿元, 同比增长 125%。拼多多拥有庞大的用户基础, 且用户活跃度高, 这



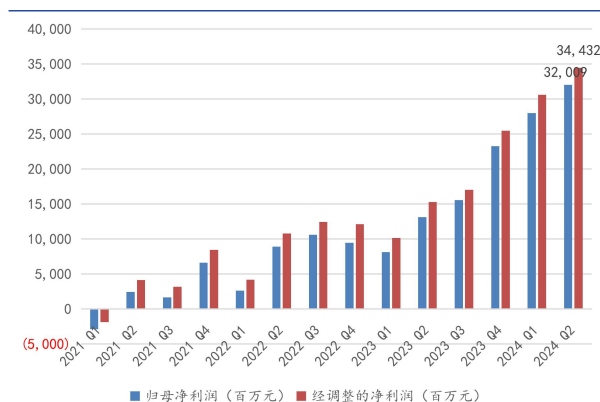
为其带来了巨大的交易流量。交易规模的不断扩大，使得平台能够从商家处获得更多的收入，同时在成本控制方面采取了有效措施，例如优化供应链、提高人效和降低营销成本等，使得利润空间得以扩大，进而推动净利润的增长。

图表 32：2017-2023 年净利润变化



资料来源：公司公告，安信国际证券研究整理

图表 33：2021-2024 年季度净利润变化

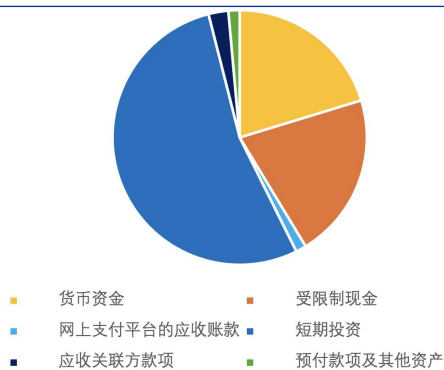


资料来源：公司公告，安信国际证券研究整理

## 4.2 资本金充裕无负债压力

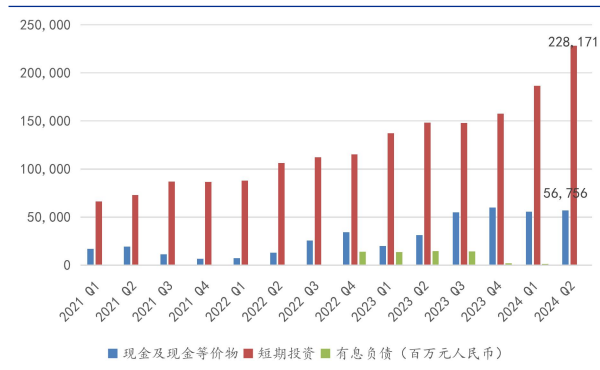
**偿债能力优异** 截至 2023 年末，公司流动资产 2947.5 亿元，同比增长 36.1%，其中货币资金达到了 597.9 亿元，同比增长 74.2%；短期投资 1574.2 亿元，同比增长 36.7%。流动性资产情况健康，资金灵活度高。非流动性资产中其他非流动资产的部分幅度较大，较去年增长了 184.4%，主要包括了预付款项等等，达到了 479.5 亿元。我们推测，这可能和 TEMU 在海外扩展业务相关。2023 年，公司的流动比率达到了 1.93，速动比率达到了 1.90，基本接近于 2，证明公司对流动负债的偿还能力强，资金流动性处于健康的水平。

图表 34：拼多多 2023 流动资产结构



资料来源：公司公告，安信国际证券研究整理

图表 35：现金及等价物、短期投资与负债结构变化

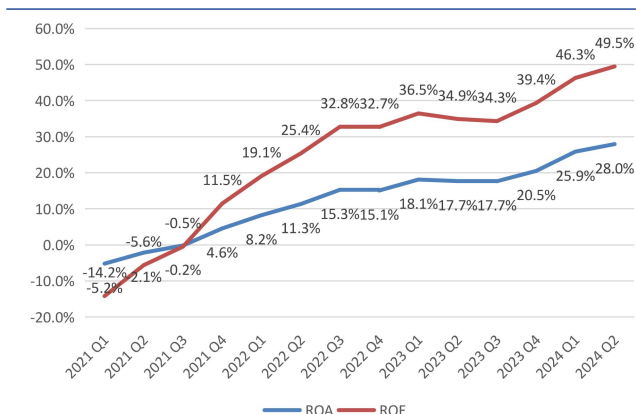


资料来源：公司公告，安信国际证券研究整理

**高 ROE 与 ROA** 近三年来，拼多多的 ROE 与 ROA 水平持续提升，2024Q2 分别达到惊人的 49.5% 和 28.0%，处于行业领先水平，体现了公司对股东投入资本的高效运用，为股东创造了较高的回报，同时公司在资产的运营和管理方面表现出色，能够充分利用资产创造收益，资产周转速度较快，使得相同的资产规模能够产生更多的利润。

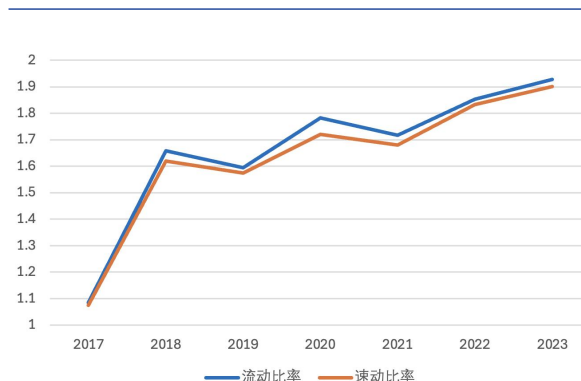


图表 36: 拼多多 ROE 与 ROA 季度走势



资料来源: 公司公告, 安信国际证券研究整理

图表 37: 拼多多流动比率与速动比率



资料来源: 公司公告, 安信国际证券研究整理

## 5 估值分析

拼多多通过不断创新业务模式, 如推出百亿补贴、多多买菜等, 吸引了大量用户和商家, 提升了用户粘性和交易活跃度, 进一步巩固了其在国内电商市场的地位, 跨境电商平台 Temu 发展迅速, 通过全托管模式等创新方式, 助力众多产业带的工厂加速出海, 在国际市场上取得了显著的增长。Temu 的增长势头强劲, 为拼多多带来了新的业务增长点和估值想象空间。

2024 年 8 月 26 日, 拼多多发布二季度财报, 虽然营收和净利润都有较大增长, 净利润大超市场预期, 但股价却下跌 28.51%, 我们认为主要原因包括以下几点:

- 业绩未达市场预期:** 二季度拼多多实现总收入 970.6 亿元, 虽同比增长 86%, 但仍不及市场预期的 999.85 亿元, 且这是近四个季度中其单季营收增速首次不足 90%。尤其是拼多多线上营销服务收入 (被视为反应国内主站业务情况的指标) 同比增长仅为 29%, 低于市场预期, 而该指标上个季度增速尚有 56%。
- 管理层表态引发担忧:** 在财报里和电话会上, 拼多多管理层强调, 由于竞争加剧和外部挑战, 未来收入增长将面临压力, 且表示要继续坚定投资, 准备接受短期牺牲和潜在盈利能力下降。同时, 公司在未来几年不会进行回购或分红, 并计划未来 12 个月拿出 100 亿元支持优质商家。这些言论让市场对拼多多的未来发展预期变得谨慎。
- 市场竞争环境变化:** 当前电商大盘增长乏力, 行业竞争激烈, 拼多多国内主站增速不及预期, 全球化业务不确定性也在加剧。例如, 拼多多海外平台 Temu 的商家因罚款等问题与平台产生矛盾, 且随着业务发展, Temu 面临的外部环境变化加速, 全球化业务经营受非正常商业因素干扰增多。

市场对拼多多的担忧主要包含 TEMU 在海外尤其是美国面临的政策相关打压, TEMU 虽然有较高成长但市场仍然为能将其纳入估值体系。信息披露不透明以及在业绩会中展露的悲观情绪无疑对投资者带来估值打压, 但也意味公司专注于自身业务以及对于外审慎发展的态度。

图表 38：拼多多估值同业参考

公司名	代码	市值(十亿)	PE (TTM)	PE (Fwd)	PS (TTM)	PS (Fwd)	股息率	ROA	ROE
拼多多	PDD US	USD 879	7.2	<b>6.8</b>	3.6	2.1	N.A	28.0%	49.5%
港股：									
腾讯控股	700 HK	HKD 3,212	13.8	<b>14.4</b>	5.3	4.9	0.90%	9.6%	18.6%
网易股份	9999 HK	HKD 373	9.0	<b>10.8</b>	3.6	3.4	3.08%	16.4%	23.5%
阿里巴巴	9988 HK	HKD 1,393	7.0	<b>8.7</b>	1.5	1.4	1.23%	3.9%	7.1%
京东集团	9618 HK	HKD 305	6.0	<b>7.3</b>	0.3	0.3	2.87%	5.0%	14.1%
百度集团	9888 HK	HKD 208	5.6	<b>7.7</b>	1.5	1.5	N.A	4.9%	8.3%
美团	3690 HK	HKD 643	16.6	<b>14.6</b>	2.3	1.9	N.A	8.2%	14.9%
小米集团	1810 HK	HKD 429	14.9	<b>20.5</b>	1.6	1.3	N.A	6.0%	11.5%
哔哩哔哩	9626 HK	HKD 43	-13.2	<b>38.6</b>	1.9	1.6	N.A	-12.1%	-26.6%
快手科技	1024 HK	HKD 156	8.1	<b>7.9</b>	1.4	1.2	N.A	13.1%	27.9%
平均			7.5	<b>14.5</b>					
美股：									
亚马逊	AMZN US	USD 1,793	34.7	<b>25.3</b>	3.1	2.8	N.A	8.6%	21.9%
eBay	EBAY US	USD 28	9.7	<b>11.5</b>	2.8	2.7	1.87%	13.3%	49.9%
平均			22.2	<b>18.4</b>					

资料来源：Bloomberg 8月28日收盘价

按照最新的收盘价，拼多多的 PE (TTM) 和 PE (Fwd) 分别为 7.2x 和 6.8x。参考中国互联网头部公司的估值以及美股电商同业公司的估值，以及拼多多过去的业绩表现与新业务拓展的潜力，我们认为目前拼多多的估值水平已经十分吸引。我们参考同业，以非常保守的 10x 2024 市盈率估值，给予拼多多公司 132.0 美元/ADR 的目标价，首次覆盖给予“买入”评级。

## 6 风险提示

**宏观经济环境不稳定：**全球经济形势的不确定性，如经济衰退、通货膨胀、贸易摩擦等，可能影响消费者的购买力和消费意愿，进而对拼多多的业务和股价产生不利影响。

**竞争压力持续加大：**传统电商如阿里巴巴、京东等老牌电商在市场份额、品牌认知度、供应链等方面具有优势，不断推出新的策略和业务来争夺用户和市场份额，与拼多多形成激烈竞争。例如，淘宝推出“五星价格力”营销工具，京东强调低价战略并上线“百亿补贴”频道，通过价格分级和流量倾斜等方式鼓励商家价格竞争，抢占低价市场份额。

**新兴电商崛起：**抖音、快手等短视频平台凭借自身的巨大流量和社交属性，积极拓展电商业务，其独特的营销模式和用户粘性也对拼多多构成竞争威胁。

**政策法规变化：**电商行业受到一系列政策法规的监管，如消费者权益保护、数据安全、税收政策等。政策的变化可能对拼多多的运营模式、成本结构等产生影响，若不能及时适应和合规，可能面临法律风险和业务调整压力，进而影响投资者信心和股价表现。

**全球化业务不确定性：**拼多多的全球化业务拓展面临着诸多挑战，包括不同国家和地区的市场环境、文化差异、法律法规以及竞争格局等。例如，美国众议院能源和商务委员会通过的相关法案可能对拼多多的跨境业务产生影响，业务经营受到非正常商业因素干扰的变动，不确定性显著增加。

**品牌形象与商品质量问题：**尽管拼多多一直在努力提升商品品质和服务质量，但部分消费者对平台上商品质量仍存在疑虑，一些假冒伪劣商品的负面报道可能损害其品牌形象，影响用户信任度和市场口碑，进而对股价产生不利影响。

## 附表：财务报表预测

财务报表摘要						财务分析					
损益表											
<千元>, 财务年度截至<12月31日>											
	2022年	2023年	2024年	2025年	2026年	2022年	2023年	2024年	2025年	2026年	
	实际	实际	预测	预测	预测	实际	实际	预测	预测	预测	
收入	130,557,589	247,639,205	410,444,607	534,140,974	642,727,162	盈利能力和					
营业成本	-31,462,298	-91,723,577	-150,224,800	-200,302,865	-237,809,050	毛利率 (%)	75.9%	63.0%	63.4%	62.5%	63.0%
毛利	99,095,291	155,915,628	260,219,807	333,838,109	404,918,112	研发费用率	8.0%	4.4%	3.2%	3.5%	3.3%
研发费用	-10,384,716	-10,952,374	-13,276,834	-18,694,934	-21,209,996	销售费用率	41.6%	33.2%	28.1%	27.0%	27.5%
销售费用	-54,343,719	-82,188,870	-115,260,496	-144,218,063	-176,749,970	管理费用率	3.0%	1.6%	2.0%	2.3%	2.3%
管理费用	-3,964,935	-4,075,622	-8,089,622	-12,285,242	-14,782,725	有效税率	13.0%	16.5%	16.1%	16.5%	16.4%
营业利润	30,401,921	58,698,762	123,592,855	158,639,869	192,175,421	净利率 (%)	24.2%	24.2%	29.7%	28.5%	28.8%
利息收入	3,997,100	10,238,080	17,834,237	18,694,934	23,138,178	ROE	26.8%	32.1%	39.5%	33.0%	28.7%
利息支出	-51,655	-43,987	0	-53,414	-64,273	ROA	13.3%	17.2%	23.6%	18.4%	17.9%
汇兑净收益	-149,710	35,721	415,130	0	0	营运表现					
其他收益	2,221,358	2,952,579	3,525,953	4,807,269	6,427,272	存货周转天数	-	-	-	-	1.00
税前盈利	36,419,014	71,881,155	145,368,176	182,088,658	221,676,598	应收账款天数	16.3	13.3	9.9	7.6	6.4
所得税	-4,725,667	-11,849,904	-23,342,752	-29,962,016	-36,295,813	应付账款天数	740.7	277.2	240.0	365.4	442.2
净利润	31,538,062	60,026,544	122,025,424	152,126,643	185,380,786	财务状况					
少数股东应占	0	0	0	0	0	流动比率	1.9	1.9	2.3	2.2	2.6
归母净利润	31,538,062	60,026,544	122,025,424	152,126,643	185,380,786	速动比例	1.8	1.9	2.2	2.1	2.5
经调整归母净	39,529,722	67,899,292	130,681,491	160,782,710	194,036,853	总负债/总资产	0.5	0.5	0.4	0.4	0.4
增长						经营性现金流/收入	0.4	0.4	0.3	0.6	0.3
总收入 (%)	39.0%	89.7%	65.7%	30.1%	0.0%						
EBIT (%)	285.2%	97.4%	102.2%	25.3%	21.7%						
归母净利润	306.0%	90.3%	103.3%	24.7%	21.9%						
资产负债表						现金流量表					
<千元>, 财务年度截至<12月31日>						<千元>, 财务年度截至<12月31日>					
	2022年	2023年	2024年	2025年	2026年	2022年	2023年	2024年	2025年	2026年	
	实际	实际	预测	预测	预测	实际	实际	预测	预测	预测	
现金	92,300,417	121,779,905	277,216,215	588,718,244	790,974,177	税前利润	36,419,014	71,881,155	145,368,176	182,088,658	221,676,598
应收账款	6,906,526	11,342,187	11,342,187	11,342,187	11,342,187	折旧摊销	2,224,169	786,235	849,438	945,262	1,041,087
短期投资	115,112,554	157,415,365	157,415,365	157,415,365	157,415,365	已付税项	-4,725,667	-11,849,904	-23,342,752	-29,962,016	-36,295,813
其他流动资产	2,298,379	4,213,015	18,574,754	17,556,674	19,635,924	利息收支	-554,792	-1,310,798	-17,834,237	-18,641,520	-23,073,905
流动资产合计	216,617,876	294,750,472	464,548,521	775,032,470	979,367,654	+(-) 应付账款	-1,982,634	-4,422,661	0	0	0
固定资产	1,044,847	979,597	1,040,159	1,204,897	1,273,810	+(-) 应付账款	462,757	11,185,523	47,833,187	158,522,045	19,023,311
无形资产	134,002	21,148	21,148	21,148	21,148	+(-) 预收账款	222,891	754,955	0	0	0
经营租赁使用	1,416,081	4,104,889	4,104,889	4,104,889	4,104,889	+(-) 预付账款	758,282	-2,121,308	-14,361,739	1,018,080	-2,079,250
其他非流动资产	17,907,147	48,222,014	48,222,014	48,222,014	48,222,014	其他经营活动	15,683,840	29,259,334	0	0	0
非流动资产合计	20,502,077	53,327,648	53,388,210	53,552,948	53,621,861	经营活动现金流	48,507,860	94,162,531	138,512,073	293,970,510	180,292,028
总资产	237,119,953	348,078,120	517,936,731	828,585,418	1,032,989,515	短期投资收支	-18,486,102	-16,814,442	0	0	0
应付账款	64,993,086	76,236,028	124,069,215	282,591,259	301,614,571	长期投资收支	-6,795,838	-25,051,222	0	0	0
预收款项	1,389,655	2,144,610	2,144,610	2,144,610	2,144,610	其他投资活动	2,920,270	-13,565,614	-910,000	-1,110,000	-1,110,000
其他短期负债	50,506,739	74,520,263	74,520,263	74,520,263	74,520,263	投资活动现金流	-22,361,670	-55,431,278	-910,000	-1,110,000	-1,110,000
短期负债合计	116,889,480	152,900,901	200,734,088	359,256,132	378,279,444	偿还短期借贷	0	0	0	0	0
租赁	870,782	2,644,260	2,644,260	2,644,260	2,644,260	回购可转换债券	0	-8,968,817	0	0	0
其他负债	1,588,780	5,291,352	5,291,352	5,291,352	5,291,352	其他融资活动	10,079	8,191	0	0	0
长期负债合计	2,459,562	7,935,612	7,935,612	7,935,612	7,935,612	融资活动现金流	10,079	-8,960,626	17,834,237	18,641,520	23,073,905
总负债	119,349,042	160,836,513	208,669,700	367,191,744	386,215,056	现金变化	26,256,446	29,479,488	155,436,310	311,502,030	202,255,933
股东权益合计	117,770,911	187,241,607	309,267,031	461,393,674	646,774,459	期初持有现金	66,043,971	92,300,417	121,779,905	277,216,215	588,718,244
						汇兑变化	100,177	-291,139	0	0	0
						期末持有现金	92,300,417	121,779,905	277,216,215	588,718,244	790,974,177

资料来源：公司资料、安信国际证券研究预测



## 客户服务热线

香港：2213 1888

国内：40086 95517

## 免责声明

此报告只提供给阁下作参考用途，并非作为或被视为出售或购买或认购证券的邀请或向任何特定人士作出邀请。此报告内所提到的证券可能在某些地区不能出售。此报告所载的资料由安信国际证券(香港)有限公司(安信国际)编写。此报告所载资料的来源皆被安信国际认为可靠。此报告所载的见解，分析，预测，推断和期望都是以这些可靠数据为基础，只是代表观点的表达。安信国际，其母公司和/或附属公司或任何个人不能担保其准确性或完整性。此报告所载的资料、意见及推测反映安信国际于最初发此报告日期当日的判断，可随时更改而毋须另行通知。安信国际，其母公司或任何其附属公司不会对因使用此报告内之材料而引致任何人士的直接或间接或相关之损失负上任何责任。

此报告内所提到的任何投资都可能涉及相当大的风险，若干投资可能不易变卖，而且也可能不适合所有的投资者。此报告中所提到的投资价值或从中获得的收入可能会受汇率影响而波动。过去的表现不能代表未来的业绩。此报告没有把任何投资者的投资目标，财务状况或特殊需求考虑进去。投资者不应仅依靠此报告，而应根据自己的判断作出投资决定。投资者依据此报告的建议而作出任何投资行动前，应咨询专业意见。

安信国际及其高级职员、董事、员工，可能不时地，在相关的法律、规则或规定的许可下 (1) 持有或买卖此报告中所提到的公司的证券，(2) 进行与此报告内容相异的仓盘买卖，(3) 与此报告所提到的任何公司存在顾问，投资银行，或其他金融服务业务关系，(4) 又或可能已经向此报告所提到的公司提供了大量的建议或投资服务。投资银行或资产管理可能作出与此报告相反投资决定或持有与此报告不同或相反意见。此报告的意见亦可能与销售人员、交易员或其他集团成员专业人员的意见不同或相反。安信国际，其母公司和/或附属公司的一位或多位董事，高级职员和/或员工可能是此报告提到的证券发行人的董事或高级人员。(5) 可能涉及此报告所提到的公司的证券进行自营或庄家活动。

此报告对于收件人来说是完全机密的文件。此报告的全部或任何部分均严禁以任何方式再分发予任何人士，尤其(但不限于)此报告及其任何副本均不可被带往或传送到日本、加拿大或美国，或直接或间接分发至美国或任何美国人士(根据1933年美国证券法S规则的解释)，安信国际也没有任何意图派发此报告给那些居住在法律或政策不允许派发或发布此报告的地方的人。

收件人应注意安信国际可能会与本报告所提及的股票发行人进行业务往来或不时自行及/或代表其客户持有该等股票的权益。因此，投资者应注意安信国际可能存在影响本报告客观性的利益冲突，而安信国际将不会因此而负上任何责任。

此报告受到版权和资料全面保护。除非获得安信国际的授权，任何人不得以任何目的复制，派发或出版此报告。安信国际保留一切权利。

## 规范性披露

- 本研究报告的分析员或其有联系者(参照证监会持牌人守则中的定义)并未担任此报告提到的上市公司的董事或高级职员。
- 本研究报告的分析员或其有联系者(参照证监会持牌人守则中的定义)并未拥有此报告提到的上市公司有关的任何财务权益。
- 安信国际拥有此报告提到的上市公司的财务权益少于1%或完全不拥有该上市公司的财务权益。

## 公司评级体系

收益评级：

买入 — 预期未来6个月的投资收益率为15%以上；

增持 — 预期未来6个月的投资收益率为5%至15%；

中性 — 预期未来6个月的投资收益率为-5%至5%；

减持 — 预期未来6个月的投资收益率为-5%至-15%；

卖出 — 预期未来6个月的投资收益率为-15%以下。