



中信证券研究部



徐晓芳

首席商业零售
分析师

S1010515010003

核心观点

低线用户触网、消费升级及社交拼团模式红利驱动用户留存、复购及客单价持续上行。2018 年拼多多年活用户达 4.19 亿，GMV4,716 亿元（Q4 达 2045 亿元），人均贡献 GMV1127 元；订单 111 亿单，每单金额 42 元，年复购 27 次。公司启动 FPO 预计募集超 10 亿美元，将用以加强研发投入及补齐运营风控短板、向上游延伸拓宽能力边界、进行战略投资与并购，进一步完善生态。

FPO 预计募集超 10 亿美元。公司启动公开增发（Follow-on Public Offering，简称 FPO）计划，包含：1）新发行 3,704 万股 ADS（发行前 ADS 总计 11.1 亿股）；2）4 家原有股东 Banyan（高榕）、Sun Vantage、Lightspeed China（光速中国）、FPCI SinoFrench 合计出售 1,482 万股 ADS；3）承销商拥有 777.8 万股 ADS 配售权。不考虑配售，公司预计本次公开增发募集资金净额 10.87 亿美元（测算对应约 29.38 美元/ADS，对应融资前 2018 年 P/GMV 约 0.47x、对应 P/S 约 17x）。

2018 年 GMV 4,716 亿元，在 4000~5000 亿元的预期范围内并贴近上限。2018 年全年 GMV 4,716 亿元，同比+234%；对应 2018Q4 GMV2,045 亿元，同比+163%，环比+72%（2018Q2/Q3 环比增速分别为 24%/44%），2018Q4 超预期。2018Q4 年拼多多年活用户（TTM）达 4.19 亿，同比+71%，环比+9%；2018Q4 平均 MAU 为 2.73 亿，同比+93%，环比+18%。2018 年拼多多人均贡献 GMV 为 1127 元，同比+95%，环比+26%。2017/2018 年订单数量分别为 43 亿/111 亿单，对应每单金额 33/42 元，每活跃用户年订单 18/27 单，客单价及购物频次双轮驱动人均 GMV 提升超预期。

充实资金储备，补短板、拓边界、建生态。拼多多为轻资产、平台化商业模式，经营现金流良好、账面现金充足。2017/2018Q1-3，公司经营性现金流分别为 3.2 亿元/12.4 亿元，投资活动现金流 716 万元/-7.3 亿元；期末货币资金分别为 30.6/149.6 亿元。公司 IPO 募资净额 15.78 亿美元，本次 FPO 合计募资 26.65~28.29 亿美元（不考虑配售~考虑配售）。本次公开增发募资将用于：1）“农产品上行”与“新品牌计划”等新商业基础设施：向上游拓展、适度控货有助于拼多多更好的掌控供应链、提升商品品质，进而提升客户体验、优化客群结构，适度“从重”拓宽护城河；2）加大研发投入，提升技术水平：公司业务高速增长，而客户画像、数据挖掘、流量分发、风险管控等还存在巨大提升空间。研发投入提升有助于提升防范风险、提升变现能力。3）战略投资与并购：外延助力内生，保持高速发展。随着生态体系的完善，公司的护城河也将日益拓宽。

风险因素：目标客群收入及品牌认知提升后向其他电商迁移；电商行业竞争加剧；平台更多技术漏洞暴露。

投资建议：鉴于低收入群体网购、消费升级以及社交拼团模式红利共同驱动拼多多用户、留存、客单、复购等持续上升，上调 2019-2020 年 GMV 预测为 9,002/12,538 亿元（原预测为 8,010/10,945 亿元，最新公告 2018 年 GMV 为 4,716 亿元），相应上调 2018-20 年营业收入预测为 132.8/284.5/421.3 亿元（原预测：119.5/254.7/369.9 亿元），维持 2018-20 年 GAAP 归属净利润预测 -80.7/-0.35/20.6 亿元（non-GAAP 分别为 -22.5/-0.35/20.6 亿元），对应 EPADS 分别为 -7.63/-0.03/1.95 元，若考虑本次 FPO（不含配售），则对应 EPADS 分别为 -7.63/-0.03/1.80 元。上调目标价至 30 美元，对应 2019 年 0.25x P/GMV，维持“增持”评级。

拼多多

PDD.O

评级	增持（维持）
当前价	28.00 美元
目标价	30.00 美元
总股本	4,579 百万股 (考虑 FPO, 不含配售; A+B)

项目/年度	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入（百万元）	505	1,744	13,282	28,449	42,133
YoY (%)	—	245%	662%	114%	48%
净利润（百万元）	-292	-525	-8,071	-35	2,060
毛利率 (%)	-14%	59%	85%	78%	79%
净利率 (%)	-58%	-30%	-61%	0%	5%
EPADS-摊薄	-0.72	-1.12	-7.63	-0.03	1.80
PE (倍)	-66	-43	-6	-1,540	26
P/GMV	—	1.49	0.45	0.23	0.17

资料来源：Wind，中信证券研究部预测 注：股价为 2019 年 2 月 6 日收盘价，美元兑人民币汇率 6.8；考虑 FPO 发行 3704 万股 ADS，暂不考虑配售）

FPO 发行前后持股情况变化

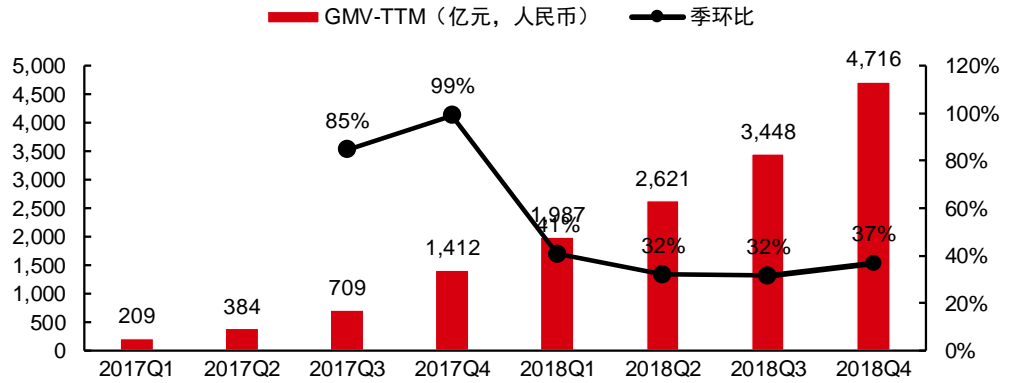
表 1: 拼多多 Principle and Selling Shareholders 本次发行前后持股情况变化 (百万股)

	Prior to This Offering					Ordinary Shares being Sold in this Offering	After This Offering				
	Class A Ordinary Shares	Class B Ordinary Shares	% beneficial Owership	% Aggregate Voting Power	% of		Class A Ordinary Shares	Class B Ordinary Shares	% beneficial Owership	% Aggregate Voting Power	% of
Entities affiliated with Zheng Huang	0	2,074	46.6%	89.7%	0	0	2,074	45.1%	89.1%		
Entities affiliated with Tencent	786	0	17.7%	3.4%	0	786	0	17.1%	3.4%		
Banyan Partners Funds	412	0	9.3%	1.8%	21	392	0	8.5%	1.7%		
Sequoia Funds	334	0	7.5%	1.4%	0	334	0	7.3%	1.4%		
Sun Vantage Investment Limited.	161	0	3.6%	0.7%	20	140	0	3.1%	0.6%		
Lightspeed China Partners II, L.P.	63	0	1.4%	0.3%	6	57	57	1.2%	0.2%		
FPCI Sino-French (Innovation) Fund	62	0	1.4%	0.3%	12	50	0	1.1%	0.2%		

资料来源: 公司公告, 中信证券研究部

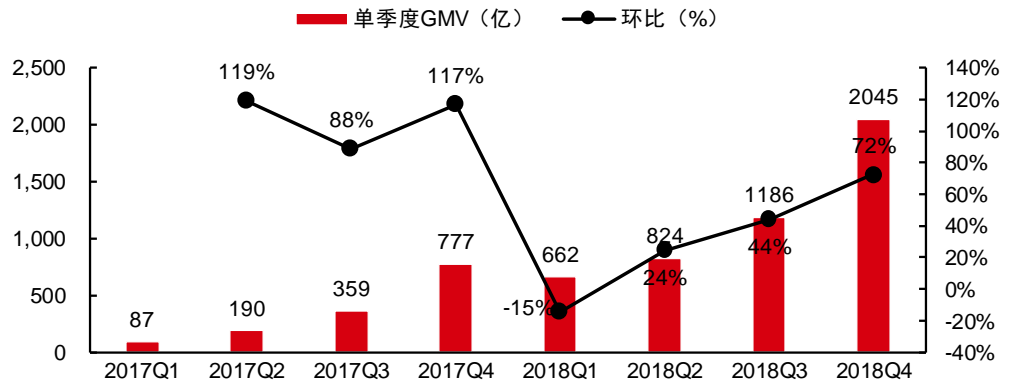
最新经营数据

图 1: 拼多多 GMV (TTM) 及季度环比



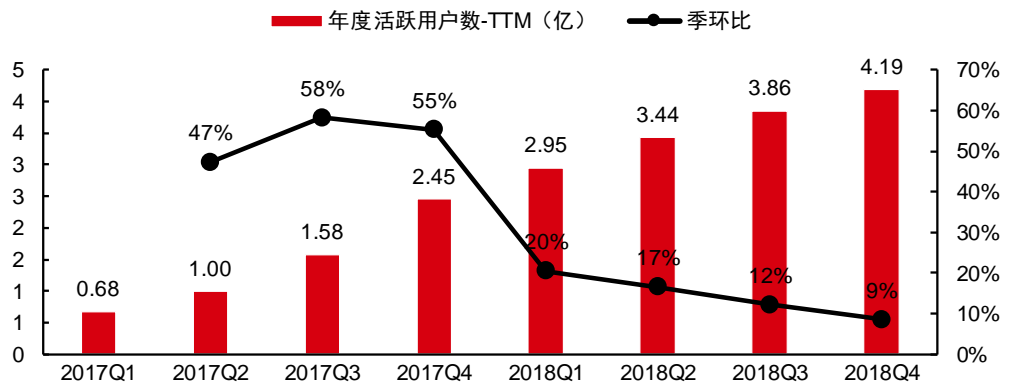
资料来源: 公司公告, 中信证券研究部

图 2: 拼多多单季度 GMV



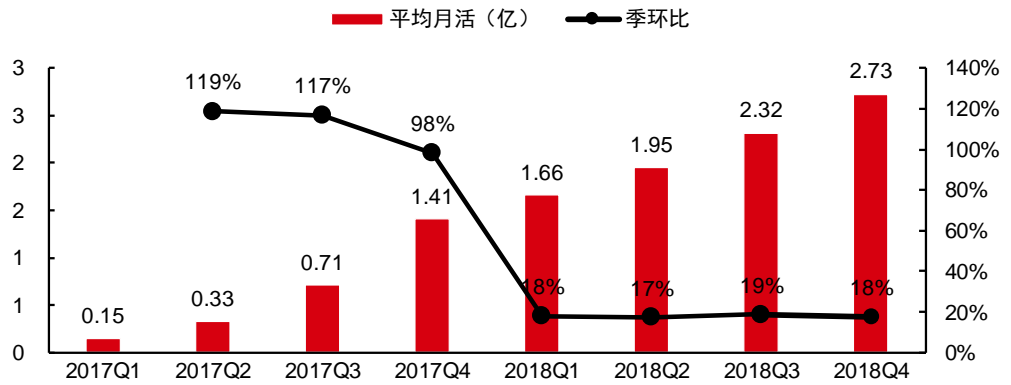
资料来源: 公司公告, 中信证券研究部测算

图 3: 拼多多年度活跃用户及季度环比



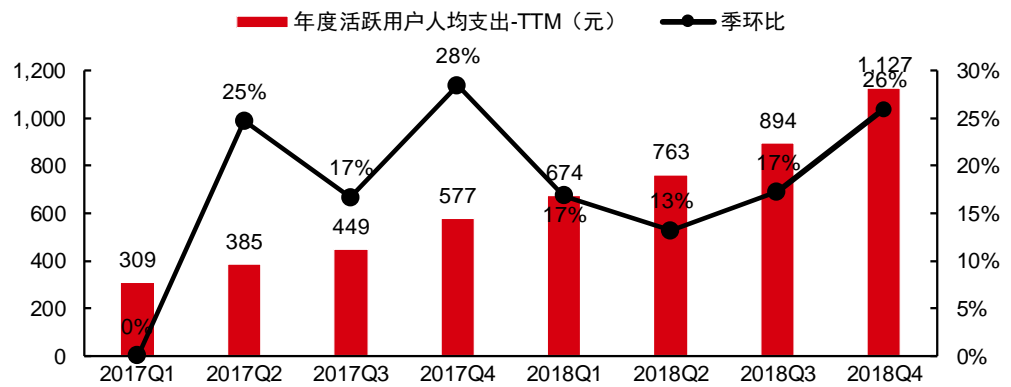
资料来源: 公司公告, 中信证券研究部

图 4: 拼多多季度平均月活及季度环比



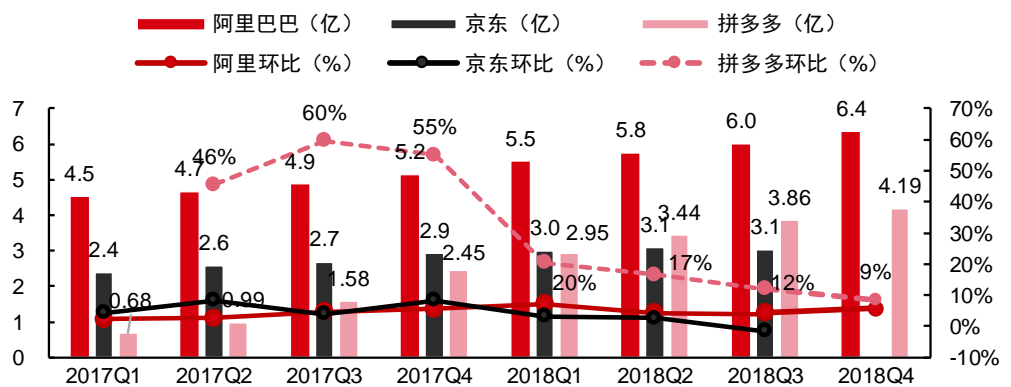
资料来源: 公司公告, 中信证券研究部

图 5: 拼多多年活用户人均 GMV 及季度环比



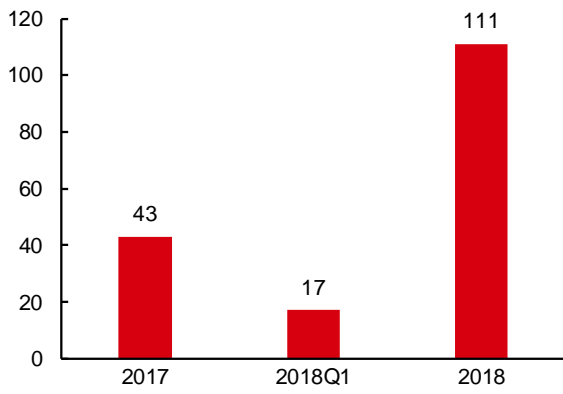
资料来源: 公司公告, 中信证券研究部

图 6: 拼多多、阿里巴巴、京东年活用户数



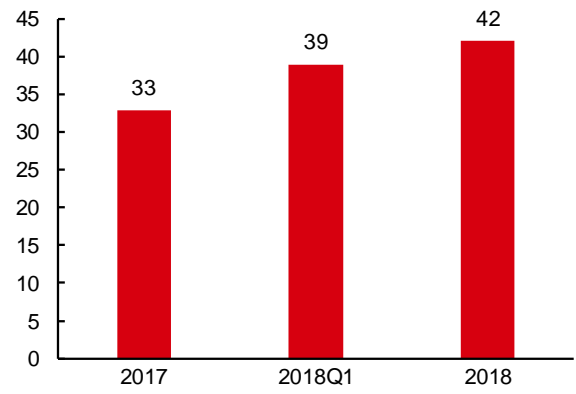
资料来源: 公司公告, 中信证券研究部

图 7: 拼多多交易单量 (亿)



资料来源: 公司公告, 中信证券研究部

图 8: 拼多多客单价 (元)



资料来源: 公司公告, 中信证券研究部

指标名称	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	505	1,744	13,282	28,449	42,133
营业成本	-578	-723	-1,954	-6,300	-9,008
毛利润	-73	1,021	11,328	22,149	33,125
销售和推广费用	-169	-1,345	-11,954	-21,326	-29,535
管理费用	-15	-133	-7,285	-976	-1,272
研发费用	-29	-129	-996	-1,853	-2,820
长期投资减值损失	0	-10	0	0	0
总营业费用	-213	-1,617	-20,235	-24,154	-33,627
经营利润	-286	-596	-8,908	-2,005	-502
利息收入	4	81	837	1,970	2,562
汇兑收益	0	-12	0	0	0
转换权公允价值变动	-9	0	0	0	0
其他收益	-2	1	0	0	0
所得税	0	0	0	0	0
净利润	-292	-525	-8,071	-35	2,060
归属普通股股东净利润	-322	-499	-8,071	-35	2,060
基本每 ADS 收益	-0.72	-1.12	-7.63	-0.03	1.80
摊薄每 ADS 收益	-0.72	-1.12	-7.63	-0.03	1.80

指标名称	2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	-292	-525	-8,071	-35	2,060
折旧	1	2	465	564	564
其他经营现金流	9	7	0	0	0
股份支付	4	13	7,305	853	1,264
营运资金变化	1,158	817	19,156	12,371	4,684
经营活动现金流量净额	880	315	18,855	13,753	8,573
短期投资	-290	240	-3,955	-692	-5,133
投资活动现金流量净额	-307	72	-6,635	-692	-5,133
筹资活动的现金流量净额	487	1,399	19,438	7,283	0
现金及现金等价物增加额	1,079	1,738	31,658	20,344	3,439
期初现金及现金等价物	240	1,320	3,058	34,717	55,061
期末现金及现金等价物	1,320	3,058	34,717	55,061	58,500

资料来源：公司公告，中信证券研究部预测

指标名称	2016	2017	2018E	2019E	2020E
现金及现金等价物	1,320	3,058	34,717	55,061	58,500
限制性资金	0	9,371	14,148	18,004	25,076
在线支付平台应收款	10	88	292	558	777
短期投资	290	50	4,005	4,697	9,831
关联方应收款	93	443	2,905	6,724	9,587
预付款和其他流动资产	41	128	1,022	2,137	3,203
流动资产总额	1,754	13,138	57,090	87,180	106,974
非流动资产总额	17	177	2,402	1,838	1,274
资产总额	1,771	13,314	59,491	89,017	108,248
应付关联方款项	25	76	76	76	76
客户预付款	2	56	465	1,053	1,685
应付商户款	1,117	9,839	30,654	44,109	53,914
预提费用和其他负债	42	360	2,749	5,889	8,722
商户存托款	219	1,778	5,659	9,902	12,538
权证责任	9	0	0	0	0
流动负债总额	1,414	12,110	39,604	61,029	76,935
负债总额	1,414	12,110	39,604	61,029	76,935
夹层权益	783	2,197	10,951	10,951	10,951
A 类普通股	0	0	0	0	0
B 类普通股	0	0	0	0	0
股本溢价	22	61	18,780	19,634	20,898
累计其他综合收益	25	-23	-23	-23	-23
留存收益	-472	-1,030	-9,101	-35	2,060
普通股股东权益	-426	-992	8,937	17,038	20,363
负债和权益总额	1,771	13,314	59,491	89,017	108,248

主要财务指标

指标名称	2016	2017	2018E	2019E	2020E
增长率 (%)					
营业收入	—	245%	662%	114%	48%
毛利润	—	—	1009%	96%	50%
利润率 (%)					
毛利率	-14%	59%	85%	78%	79%
净利率	-58%	-30%	-61%	0%	5%
费用率 (%)					
销售费用	33%	77%	90%	75%	70%
管理费用	3%	8%	55%	3%	3%
研发费用	6%	7%	8%	7%	7%

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅20%以上；
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上；
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上；
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间；
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上

其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由CLSA Limited分发；在中国台湾由CL Securities Taiwan Co., Ltd.分发；在澳大利亚由CLSA Australia Pty Ltd.分发；在美国由CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）分发；在新加坡由CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧盟由CLSA（UK）分发；在印度由CLSA India Private Limited分发（地址：孟买（400021）Nariman Point的Dalalal House 8层；电话号码：+91-22-66505050；传真号码：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118；印度证券交易委员会注册编号：作为证券经纪商的INZ000001735，作为商人银行的INM000010619，作为研究分析商的INH000001113）；在印度尼西亚由PT CLSA Sekuritas Indonesia分发；在日本由CLSA Securities Japan Co., Ltd.分发；在韩国由CLSA Securities Korea Ltd.分发；在马来西亚由CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd分发；在菲律宾由CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会员）分发；在泰国由CLSA Securities (Thailand) Limited分发。

针对不同司法管辖区的声明

中国：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

美国：本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由CLSA group of companies（CLSA Americas除外）仅向符合美国《1934年证券交易法》下15a-6规则定义且CLSA Americas提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与CLSA group of companies获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系CLSA Americas。

新加坡：本研究报告在新加坡由CLSA Singapore Pte Ltd.（资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问），仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第33、34、35及36条的规定，《财务顾问法》第25、27及36条不适用于CLSA Singapore Pte Ltd.。如对本报告存有疑问，还请联系CLSA Singapore Pte Ltd.（电话：+65 6416 7888）。MCI (P) 071/10/2018。

加拿大：本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

英国：本段“英国”声明受英国法律监管并依据英国法律解释。本研究报告在英国须被归为营销文件，它不按《英国金融行为管理手册》所界定、旨在提升投资研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟由CLSA（UK）发布，该公司由金融行为管理局授权并接受其管理。本研究报告针对《2000年金融服务和市场法2005年（金融推介）令》第19条所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告的内容。

一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行行而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2019 版权所有。保留一切权利。