

拼多多 (PDD.US)

证券研究报告

2019年08月25日

围攻一二线，把握消费降级红利-2Q19 业绩点评

作者

文浩

分析师

SAC 执业证书编号: S1110516050002
wenhao@tfzq.com

收入延续高增长，销售费用率改善带动利润超预期

本季度公司总收入同比增长 169.1%至 72.9 亿元，环比增长 60.4%，超预期 19.3%。其中，在线营销服务同比增长 172.8%至 64.7 亿元，环比增长 63.8%，占总体收入的 88.7%；佣金收入同比增长 143.4%至 8.2 亿元，环比增长 37.9%，占总体收入的 11.3%。网络设备及商家服务支出下，公司整体毛利率同比降低 7.6 个百分点至 78.1%，环比降低 2.7 个百分点。尽管毛利率有所下滑，但在较好销售费用控制下，公司整体盈利能力有较为明显提升。本季度公司 Non GAAP 归属股东净亏损同比减少 38.9%至 4.1 亿元，低于此前 18.7 亿的市场亏损预期，净亏损率 5.6%，同比改善 19.2 个百分点，环比改善 24.7 个百分点。

上攻一二线收效明显，用户与 GMV 延续高增长

本季度拼多多 MAU 同比增长 87.7%至 3.66 亿，环比净增 7,630 万，创下单季度用户净增最高值。根据 QuestMobile，过去一年拼多多的用户增量主要来自于二线城市（新一线+二线城市），用户占比从 24.2%提升至 34.7%，2019 年 6 月相较 2018 年 8 月增长 114.4%。我们认为，用户体验提升带来的用户增量有望实现平台用户增量的二次增长。**GMV 继续实现高速增长，用户消费意愿的提升是背后关键。**本季度年化 GMV 同比增长 170.5%至 7,091 亿元；年化活跃买家同比增长 40.6%至 4.83 亿，环比净增 3,990 万；年化人均支出同比增长 92.4%至 1,468 元。值得一提的是，一二线城市用户对 GMV 的贡献在持续提升（由 1 月的 37%提升至 6 月的 48%）。着眼未来，随着拼多多物流开放平台的成熟、C2M 模式的探索及农产品品控与供应链能力的提升，商品吸引力与用户满意度有望得到持续提升，并逐步渗透到更广泛的用户群体中获得增量。

公司销售费用率控制得当，获客成本有较为明显改善

本季度公司销售费用同比增长 105.5%至 61.0 亿元，销售费用率达 83.7%，同比降低 25.9 个百分点，环比降低 23.8 个百分点。将本季度销售费用除以当季度环比用户增量作为获客成本的考量方式，本季度新增 MAU 的获客成本环比从 286 元降至 80 元，新增年化活跃买家环比从 197 元降至 153 元，相较阿里 535 元和京东 520 元仍有明显优势。

估值：我们预计 2019-2021 年拼多多的收入为 309.1 亿元/523.7 亿元/701.3 亿元，分别同比增长 135.6%/69.5%/33.9%；Non GAAP 归属股东净利润为 -16.1 亿元/80.4 亿元/138.1 亿元。考虑到公司 MAU 超预期、快速增长趋势延续，我们认为拼多多的合理估值为 363-442 亿美元，中值对应目标价由此前 31 美元调高至 34.6 美元。

风险提示：宏观风险；政策监管风险；行业竞争加剧；用户消费偏好发生改变；用户增长放缓；用户粘性下降；获客成本提高风险；商品质量管控不足带来的风险

内容目录

1. 核心观点	3
2. 财务及运营数据	10
2.1. 财务数据分析	10
2.2. 运营数据分析	13
3. 估值及投资建议	14

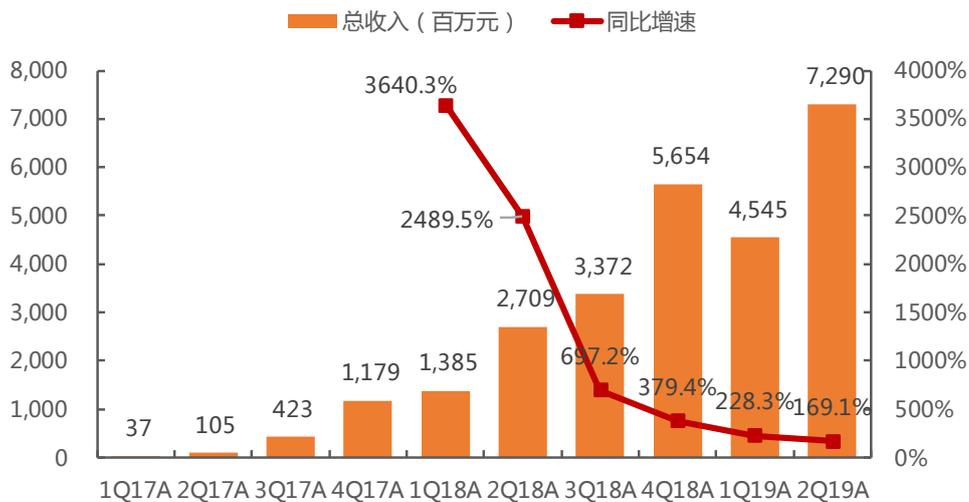
图表目录

图 1: 拼多多总收入及同比增速 (1Q17A-2Q19A)	3
图 2: 拼多多 MAU 用户增量 (2Q17A-2Q19A)	3
图 3: 拼多多 vs. 阿里 vs. 京东用户增量 (2Q19)	3
图 4: 拼多多 APP 用户分布 (2018 年 8 月 vs. 2019 年 6 月)	4
图 5: 拼多多总体 APP 及不同城市用户增速 (2018 年 8 月 vs. 2019 年 6 月)	4
图 6: 拼多多平台年化 GMV 及同比增速 (1Q17A-2Q19A)	5
图 7: 拼多多年化活跃买家及同比增速 (1Q17A-2Q19A)	5
图 8: 拼多多平均活跃买家年支出及同比增速 (1Q17A-2Q19A)	5
图 9: 中国网络零售行业市场格局 (2Q18 vs. 2Q19)	5
图 10: 拼多多货币化率 (1Q17A-2Q19A)	6
图 11: 拼多多季度货币化率构成 (1Q17A-2Q19A)	6
图 12: 拼多多获客成本 (2Q17A-2Q19A)	6
图 13: 拼多多 vs. 阿里巴巴 vs. 京东 获客成本 (2Q17A-2Q19A)	7
图 14: 拼多多平台活跃商家数量及平均销售额 (2Q18A vs. 2Q19A)	7
图 15: 拼多多品牌馆部分品牌展示	8
图 16: 拼多多农货节活动展示	8
图 17: 拼多多毛利及毛利率 (1Q17A-2Q19A)	10
图 18: 拼多多三项费用率 (1Q17A-2Q19A)	11
图 19: 拼多多运营利润及运营利润率 (1Q17A-2Q19A)	11
图 20: 拼多多经调整后净利润及净利率 (1Q17A-2Q19A)	12
图 21: 拼多多实际业绩与一致预期对比 (2Q19A vs. 2Q19E)	12
图 22: 拼多多 MAU 及活跃买家数 (1Q17A-2Q19A)	13
图 23: 拼多多 2019-2021 盈利预测	14
图 24: PDD Forward PS Band (按照 Bloomberg 一致预期)	15
图 25: 全球主要电商平台估值对比表 (按照 Bloomberg 一致预期)	15

1. 核心观点

收入延续高增长，销售费用率改善带动利润超预期。本季度公司总收入同比增长 169.1%至 72.9 亿元，环比增长 60.4%，超市场预期 19.3%。其中，在线营销服务同比增长 172.8%至 64.7 亿元，环比增长 63.8%，占总体收入的 88.7%；佣金收入同比增长 143.4%至 8.2 亿元，环比增长 37.9%，占总体收入的 11.3%。网络设备及商家服务支出下，公司整体毛利率同比降低 7.6 个百分点至 78.1%，环比降低 2.7 个百分点。尽管毛利率有所下滑，但在较好销售费用控制下，公司整体盈利能力有较为明显提升。本季度公司 Non GAAP 归属股东净亏损同比减少 38.9%至 4.1 亿元，低于此前 18.7 亿的市场亏损预期，净亏损率 5.6%，同比改善 19.2 个百分点，环比改善 24.7 个百分点。

图 1：拼多多总收入及同比增速（1Q17A-2Q19A）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

拼多多持续上攻一二线，创历史最高 MAU 增量。本季度拼多多 MAU 同比增长 87.7%至 3.66 亿，环比净增 7,630 万，创下单季度用户净增最高值，也是本季度头部电商平台中的最高水平，是阿里的 2 倍以上。根据 QuestMobile，过去一年拼多多的用户增量主要来自于二线城市（新一线+二线城市），用户占比从 24.2%提升至 34.7%，提升幅度达 10.5 个百分点，2019 年 6 月相较 2018 年 8 月增长 114.4%。我们认为，除了平台持续进行优惠活动之外，随着平台快速发展，一二线城市用户对拼多多的认知也逐渐发生变化，使得平台能够实现用户增量的二次增长。

图 2：拼多多 MAU 用户增量（2Q17A-2Q19A）

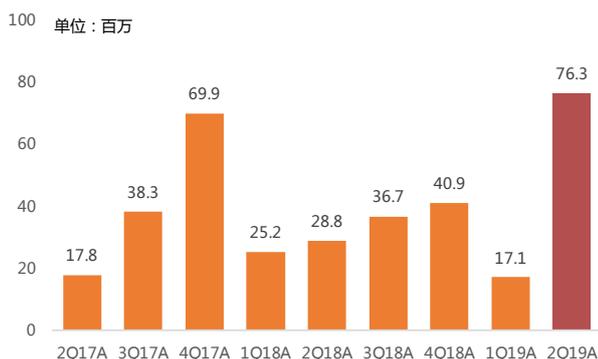
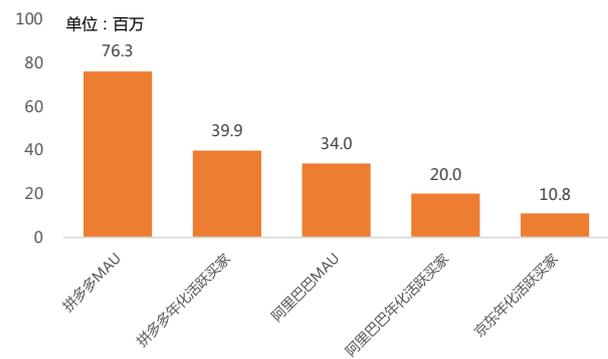


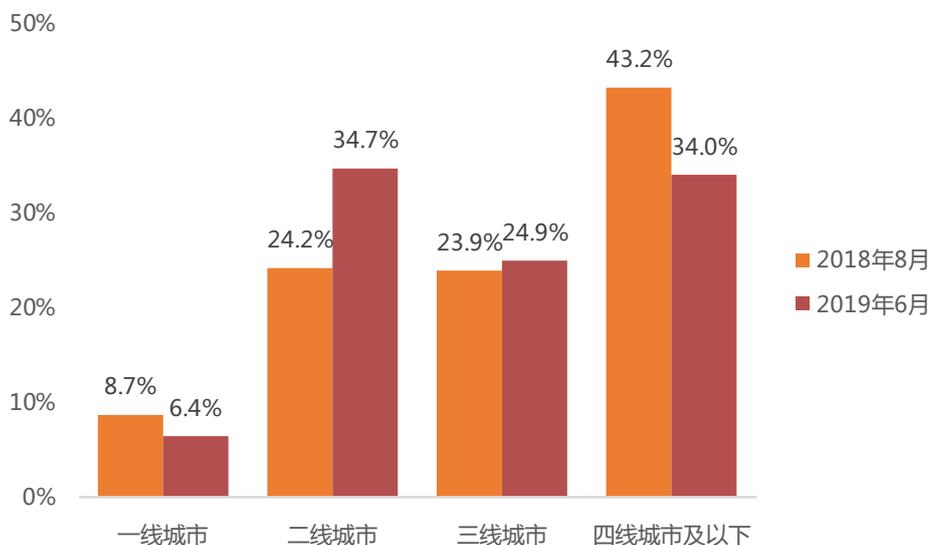
图 3：拼多多 vs. 阿里 vs. 京东用户增量（2Q19）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

资料来源：公司公告，天风证券研究所

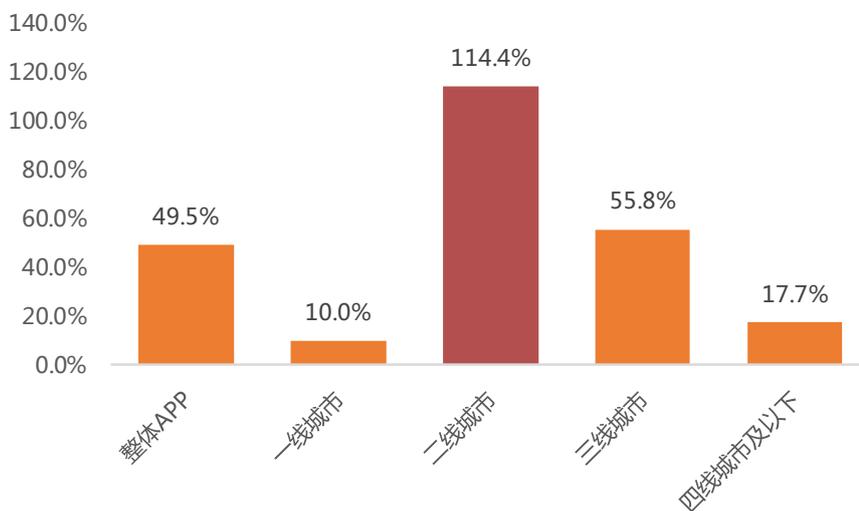
图 4：拼多多 APP 用户分布（2018 年 8 月 vs. 2019 年 6 月）



资料来源：QuestMobile，天风证券研究所

注：2019 年 6 月指 2019 年 5 月 20 日-2019 年 6 月 18 日

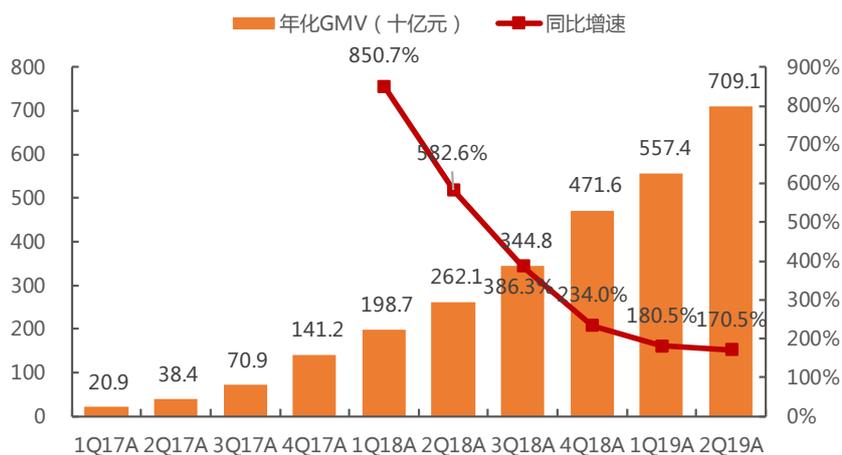
图 5：拼多多总体 APP 及不同城市用户增速（2018 年 8 月 vs. 2019 年 6 月）



资料来源：QuestMobile，天风证券研究所

本季度拼多多 GMV 继续实现高速增长，用户消费意愿的提升是背后关键。本季度公司年化 GMV 同比增长 170.5% 至 7,091 亿元，按照活跃买家与人均支出拆解来看，人均支出成为 GMV 的主要驱动力。本季度平台年化活跃买家同比增长 40.6% 至 4.83 亿，环比净增 3,990 万；年化人均支出同比增长 92.4% 至 1,468 元，环比增长 16.7%。我们认为，尽管有低基数影响，但在活跃买家保持快速增长的前提下，人均支出的快速增长在一定程度上可以表明平台对用户的吸引力与用户粘性的提升。值得一提的是，随着一二线城市用户占比提升，一二线城市用户对 GMV 的贡献在持续提升，根据公司业绩会披露，一二线城市用户对拼多多 GMV 的贡献比例由 2019 年 1 月的 37% 提升至 2019 年 6 月的 48%。

图 6：拼多多平台年化 GMV 及同比增速（1Q17A-2Q19A）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 7：拼多多年化活跃买家及同比增速（1Q17A-2Q19A）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 8：拼多多平均活跃买家年支出及同比增速（1Q17A-2Q19A）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

拼多多 GMV 市场份额持续提升，2Q19 已贡献 35% 的市场增量。我们将公司披露的 GMV 与网上零售总额相除得到该平台的市场份额，从该市场份额来看，本季度拼多多 GMV 市场份额同比提升 5.2 个百分点至 9.2%，年化 GMV 市场份额同比提升 4.1 个百分点至 7.3%，拼多多单季度同比增量贡献市场增量的 35.4%。

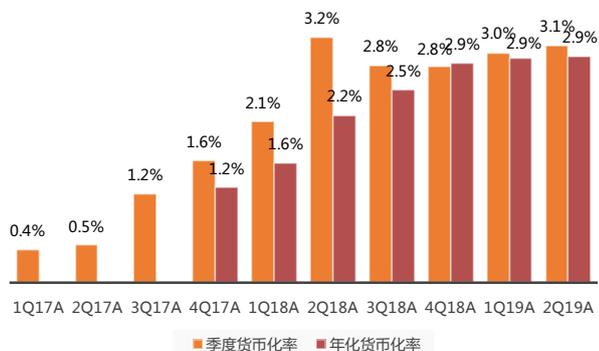
图 9：中国网络零售行业市场格局（2Q18 vs. 2Q19）



资料来源：公司公告，国家统计局，天风证券研究所

本季度公司整体变现能力较为稳定。本季度公司年化货币化率环比较为稳定，同比提升 0.8 个百分点至 2.9%，季度变现化率环比提升 0.1 个百分点至 3.1%，同比降低 0.1 个百分点。其中，在线营销服务变现化率同比降低 0.1 个百分点至 2.7%，环比提升 0.1 个百分点；佣金收入变现化率同比降低 0.05 个百分点，环比降低 0.04 个百分点至 0.35%。由于公司为了激励品牌商家，为品牌商家提供优惠，使得货币化率同比略有下降。

图 10：拼多多货币化率（1Q17A-2Q19A）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

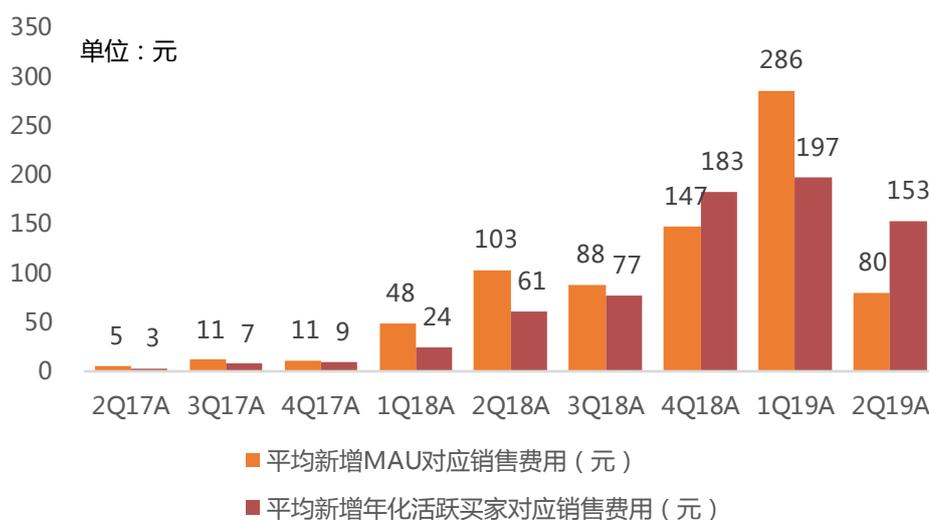
图 11：拼多多季度货币化率构成（1Q17A-2Q19A）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

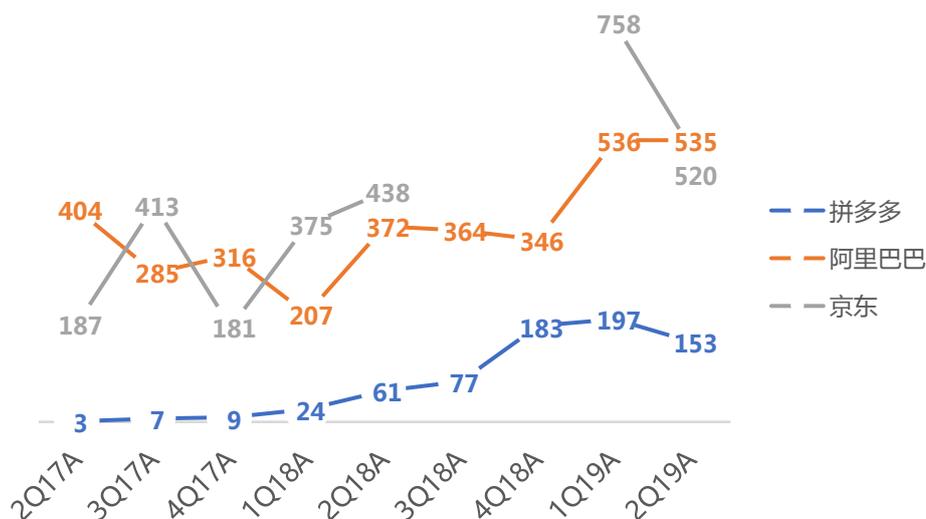
公司销售费用率控制得当，获客成本有较为明显改善。本季度公司销售费用同比增长 105.5% 至 61.0 亿元，销售费用率达 83.7%，同比降低 25.9 个百分点，环比降低 23.8 个百分点。将本季度销售费用除以当季度环比用户增量作为获客成本的考量方式，本季度新增 MAU 的获客成本环比从 286 元降至 80 元，新增年化活跃买家环比从 197 元降至 153 元。从新增活跃买家角度去比较阿里、京东和拼多多三家平台，本季度三家平台的获客成本皆有不同程度的下降（主要由于用户流动性有所增强，用户平均下载 APP 数量增加），且拼多多的获客成本仍明显低于其他两家平台，仍然保持社交电商领域的核心优势。

图 12：拼多多获客成本（2Q17A-2Q19A）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 13: 拼多多 vs. 阿里巴巴 vs. 京东 获客成本 (2Q17A-2Q19A)

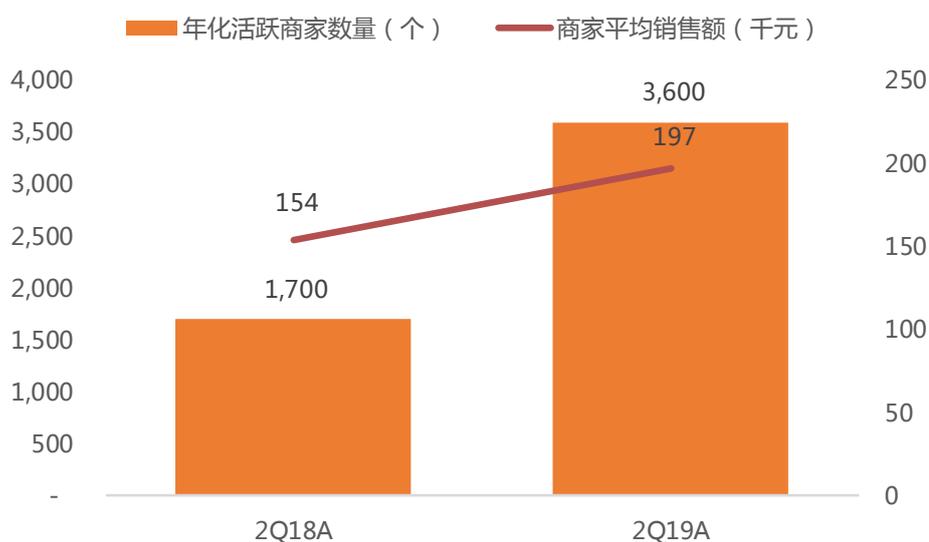


资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

注: 获客成本是通过将当季度销售费用除以当季度新增年化活跃买家得到

拼多多对商家吸引力逐步增加, C2M 初露锋芒。本季度拼多多平台年化活跃商家数达到 360 万, 同比净增 190 万, 商家均 GMV 从去年同期的 15.4 万提升至 19.7 万。此外, 拼多多通过将用户消费数据与商家生产数据结合的方式持续加码 C2M 模式。根据业绩会披露, 拼多多目前已经有了 6,000 个 C2M 项目的申请, 其中有 500 个企业已经进入试点。在 618 购物节中, 拼多多卖出了超过 900 万件的 C2M 的产品。

图 14: 拼多多平台活跃商家数量及平均销售额 (2Q18A vs. 2Q19A)

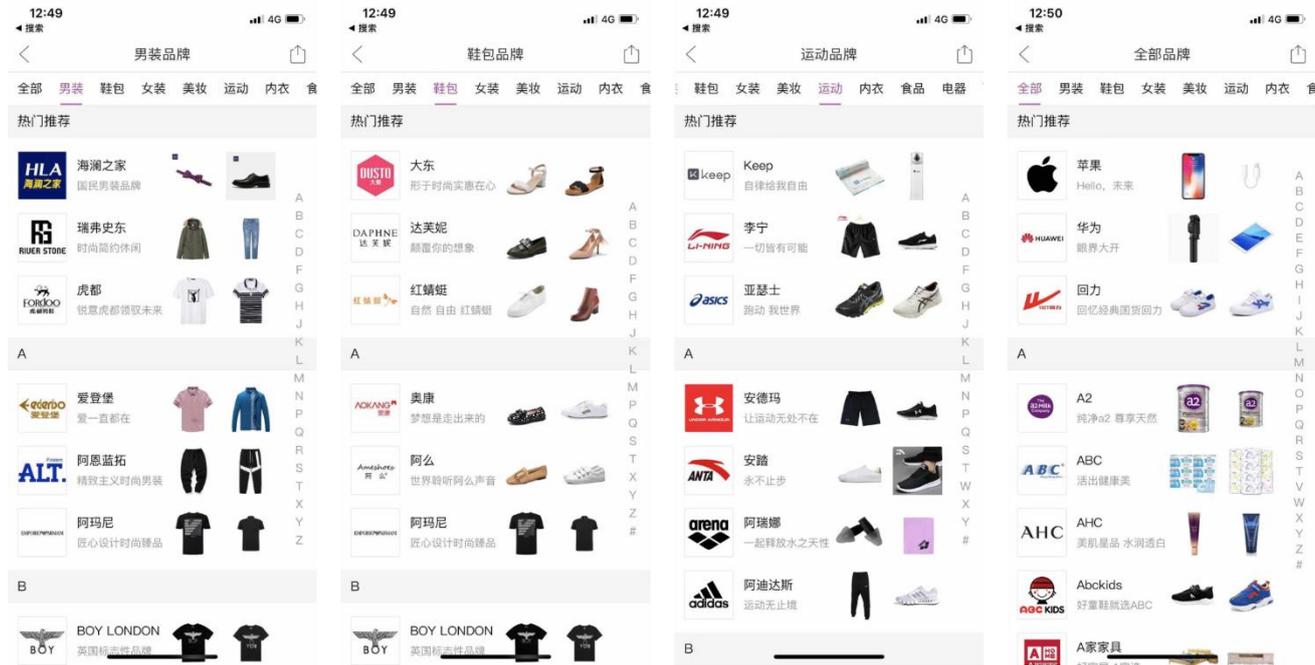


资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

拼多多通过持续优惠活动, 为优质商家提供更多流量。拼多多 5 月推出美好生活万人团活动, 推出 10,000 款击穿行业价格底线的标品, 包括苹果系列电子产品、戴森家电、Bose、索尼耳机等爆款品牌商品, 打造一万个“万人团”, 实现一亿人“开拼”、一亿笔品牌订单的活动目标。参与者包括近千家国内外顶尖品牌、拼多多“新品牌计划”成员、“上海

老字号新电商计划”联盟成员，以及超过 500 个产业带优质工厂等品牌商，涉及企业主体近 2,000 家。618 期间平台订单量超 11 亿笔，GMV 同比增长超过 300%。

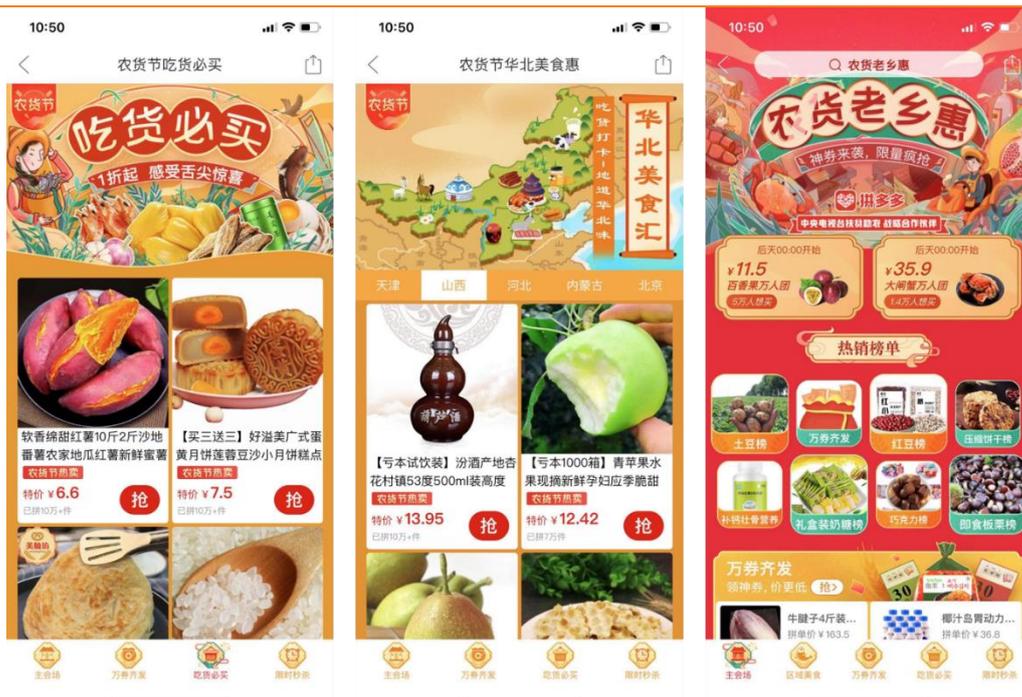
图 15：拼多多品牌馆部分品牌展示



资料来源：拼多多 APP，天风证券研究所

农产品成为吸引一二线城市用户的“利器”。农产品在拼多多平台持续保持快速增长，2019 年 618 期间，6 月 1 日至 6 月 14 日中午 12 点，平台“618 大促”已卖出 78 亿元的水果生鲜、食品等农产品。农产品品类持续吸引一二线城市用户，618 期间一二线城市用户贡献 70% 的订单。拼多多持续在农产品品类进行投入，比如 8 月份开展的农货节，通过汇聚农特产品尖货，预计促成 1 亿笔成交。

图 16：拼多多农货节活动展示



资料来源：拼多多 APP，天风证券研究所

着眼未来，随着拼多多平台订单量的提升，新开发的“新物流”技术平台有望逐步提升对物流行业的赋能。2019年上半年，拼多多平台订单量突破70亿单，占全国277.6亿件的总快递比重超过1/4，成为快递行业最大的增量来源。拼多多新物流平台预计通过轻资产、开放的模式，利用技术为商家和用户**提供解决方案**（包括AI路线规划、物联网设备、自动化仓储风险管控、实时定位等技术），优化物流行业整体效率。“新物流”平台会保持开放，解决现有包括分散、低效的农产品运输等物流与供应链挑战。

2. 财务及运营数据

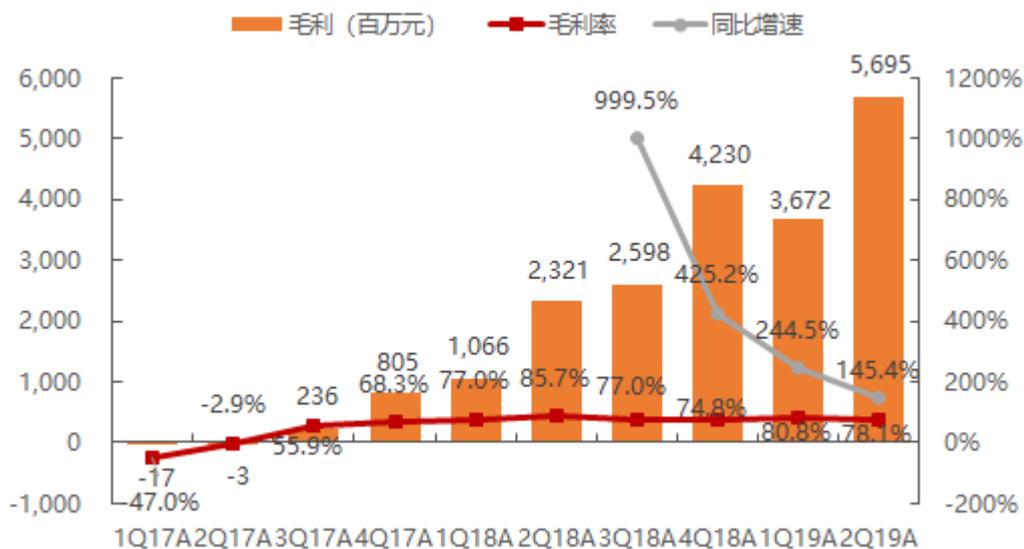
2.1. 财务数据分析

收入：2Q19 收入同比增长 169.1%至 72.9 亿元，环比增长 60.4%，超市场预期 19.3%；其中：

- **线上营销服务收入**同比增长 172.8%至 64.7 亿元，环比增长 63.8%，占总体收入的 88.7%；
- **佣金收入**同比增长 143.4%至 8.2 亿元，环比增长 37.9%，占总体收入的 11.3%；

毛利：2Q19 毛利润同比增长 145.4%至 57.0 亿元，环比增长 55.1%；**毛利率 78.1%**，同比降低 7.6 个百分点，环比降低 2.7 个百分点，主要是由于云服务成本、客户服务及商家服务中心等方面的支出增加所致；

图 17：拼多多毛利及毛利率（1Q17A-2Q19A）



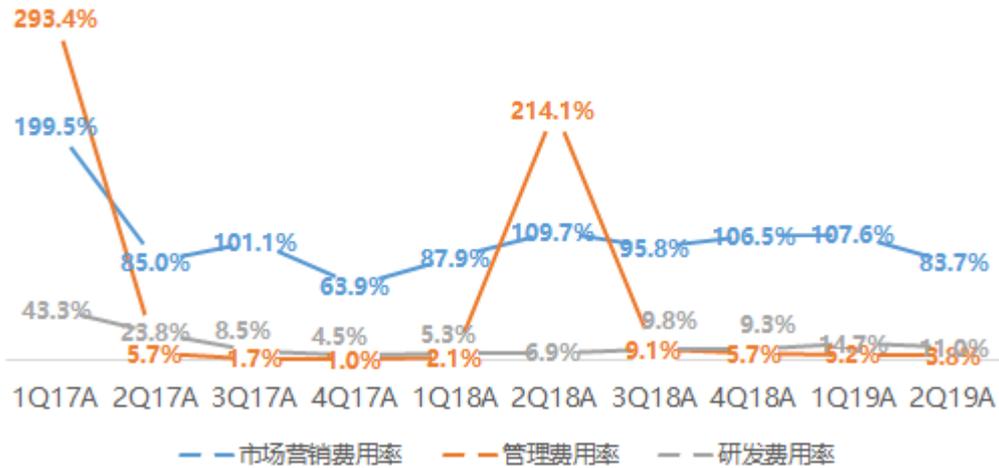
资料来源：公司公告，天风证券研究所

费用率：2Q19 整体费用率同比下降 232.1 个百分点至 98.6%，环比降低 28.9 个百分点；其中：

- **销售费用率**同比降低 25.9 个百分点至 83.7%，环比降低 23.8 个百分点；
- **管理费用率**同比降低 210.3 个百分点至 3.8%，环比降低 1.4 个百分点，如果不考虑股权激励，调整后的管理费用率同比降低 0.2 个百分点，环比提升 0.2 个百分点；
- **研发费用率**同比提升 4.2 个百分点至 11.0%，环比降低 3.7 个百分点；

考虑到去年同期较高的股权激励影响，从 Non GAAP 口径来看，公司整体费用率同比下降 25.3 个百分点至 90.5%，环比降低 26.1 个百分点；

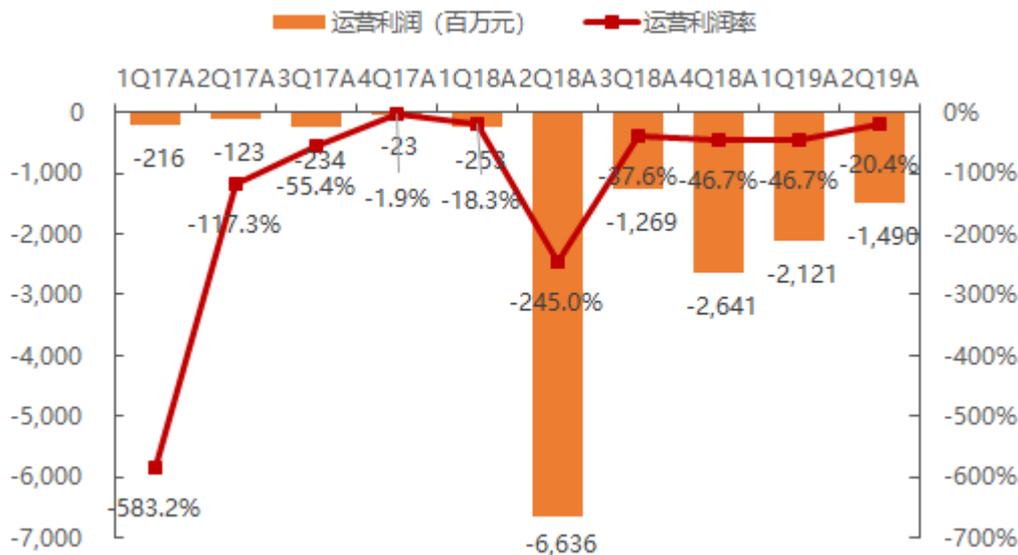
图 18: 拼多多三项费用率 (1Q17A-2Q19A)



资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

运营亏损 (GAAP): 2Q19 运营亏损达 14.9 亿元, 运营亏损率 20.4%, 亏损幅度同环比皆有明显收窄;

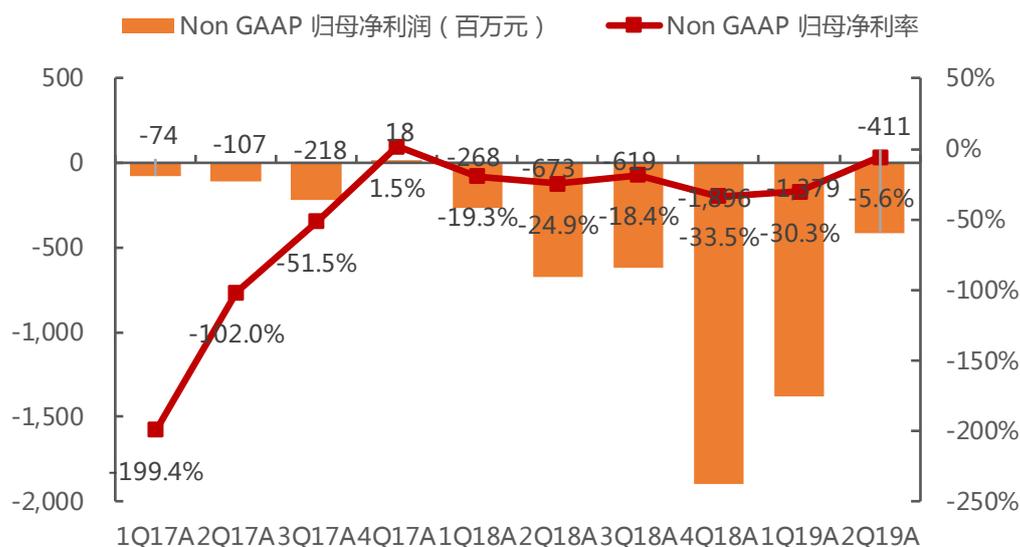
图 19: 拼多多运营利润及运营利润率 (1Q17A-2Q19A)



资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

经调整后归属股东净亏损 (Non GAAP): 2Q19 经调整后归属股东净亏损达到 4.1 亿元, 亏损幅度小于市场一致预期, 此前市场预期为亏损 18.7 亿元, 调整后净亏损率为 5.6%, 亏损率同比缩窄 19.2 个百分点, 环比缩窄 24.7 百分点;

图 20: 拼多多经调整后净利润及净利率 (1Q17A-2Q19A)



资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

现金及现金等价物: 截至 2019 年 6 月 30 日达 RMB407 亿元, 相较 2018 年底增加 102 亿元;

净运营现金流: 本季度公司净运营现金流入 41.5 亿元, 去年同期仅为 10.9 亿元;

图 21: 拼多多实际业绩与一致预期对比 (2Q19A vs. 2Q19E)

人民币百万	3Q18A	4Q18A	1Q19A	2Q19A	2Q19E	
					一致预期 8月19日	实际 vs. 一致 预期
总体收入	3,372	5,654	4,545	7,290	6,113	19.3%
YoY % Change	697.2%	379.4%	228.3%	169.1%		
QoQ % Change	24.5%	67.7%	-19.6%	60.4%		
毛利	2,598	4,230	3,672	5,695	4,670	22.0%
YoY % Change	999.5%	425.2%	244.5%	145.4%		
QoQ % Change	11.9%	62.8%	-13.2%	55.1%		
毛利率	77.0%	74.8%	80.8%	78.1%	76.4%	1.7%
运营利润	-1,269	-2,641	-2,121	-1,490	-2,552	41.6%
YoY % Change	441.6%	11531.9%	737.7%	-77.5%		
QoQ % Change	-80.9%	108.0%	-19.7%	-29.7%		
运营利润率	-37.6%	-46.7%	-46.7%	-20.4%	-41.7%	21.3%
归母净利润	-1,098	-2,424	-1,878	-1,003	-2,283	56.1%
YoY % Change	396.0%	-17934.5%	567.0%	-84.6%		
QoQ % Change	-83.1%	120.7%	-22.5%	-46.6%		
净利率	-32.6%	-42.9%	-41.3%	-13.8%	-37.4%	23.6%
经调整后归母净利润 (Non GAAP)	-619	-1,896	-1,379	-411	-1,873	78.0%
YoY % Change	183.9%	-10486.7%	414.8%	-38.9%		
QoQ % Change	-8.1%	206.3%	-27.3%	-70.2%		
经调整后净利率	-18.4%	-33.5%	-30.3%	-5.6%	-30.6%	25.0%

资料来源: 公司公告, Bloomberg (2019 年 8 月 19 日), 天风证券研究所

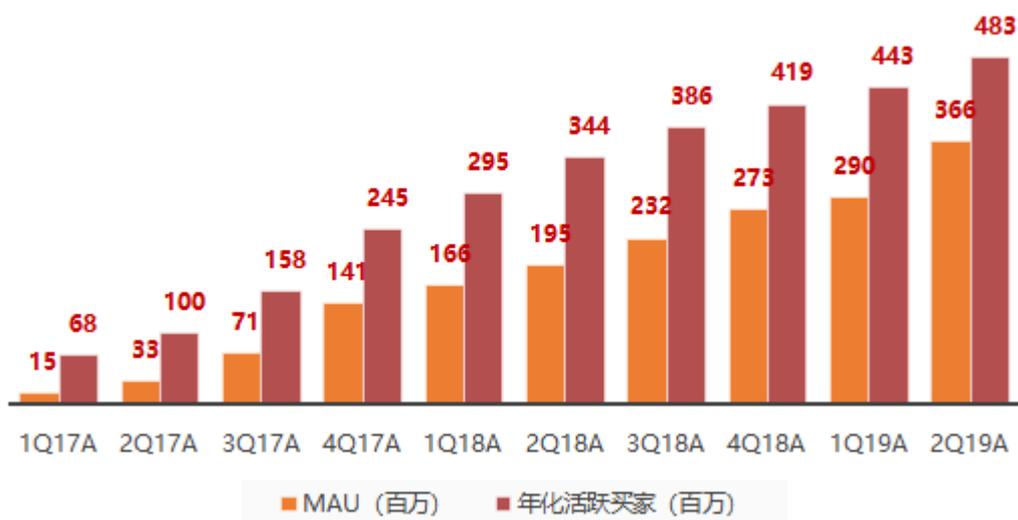
2.2. 运营数据分析

GMV: 截至 2Q19 的 12 个月内, 年度 GMV 达到 RMB7,091 亿元, 同比增长 170.5%, 环比增长 27.2%;

MAU: 2Q19 平均 MAU 为 3.66 亿, 同比增长 87.7%, 环比增长 26.3%, 环比净增 7,630 万;

活跃买家: 截至 2Q19 的 12 个月内, 年度活跃买家达到 4.83 亿, 同比增长 40.6%, 环比增长 9.0%, 净增 3,990 万;

图 22: 拼多多 MAU 及活跃买家数 (1Q17A-2Q19A)



资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

获客成本: 按照新增 MAU 口径, 拼多多平均新增 MAU 对应销售费用为 80 元, 相较上季度 286 元有明显下降; 按照新增年化活跃买家口径, 拼多多平均新增年化活跃买家对应销售费用为 153 元, 上季度为 197 元;

活跃买家年化平均支出: 2Q19 达 1,468 元, 同比增长 92.4%, 环比增长 16.7%;

货币化率: 2Q19 公司季度总体货币化率环比提升 0.1 个百分点至 3.1%, 年度货币化率环比基本持平至 2.9%;

3. 估值及投资建议

我们预计 2019-2021 年拼多多的收入为 309.1 亿元/523.7 亿元/701.3 亿元，分别同比增长 135.6%/69.5%/33.9%；Non GAAP 归属股东净利润为-16.1 亿元/80.4 亿元/138.1 亿元。

估值方面：考虑到公司 2019-2021 年处于快速发展期，在市盈率法下，我们按照 2021 年 18.6x 市盈率（和阿里巴巴合理估值下的 2021 年预期市盈率相等）认为，拼多多的合理估值为 363 亿美元；在 P/GMV 法下，我们按照 2021 年 0.15x P/GMV（我们认为淘宝合理估值为 1,000-1,200 亿美元，对应 2021 预期 P/GMV 为 0.16-0.20x）认为，拼多多的合理估值为 442 亿美元。市盈率与 P/GMV 法下估值的差异主要体现在公司货币化率与销售费用支出方面的未来预期变化。

综上，考虑到公司 MAU 超预期、快速增长趋势延续，我们认为拼多多的合理估值为 363-442 亿美元，中值对应目标价由此前 31 美元调高至 34.6 美元。

图 23：拼多多 2019-2021 盈利预测

单位：百万元	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	单位：百万元	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
资产						净收入	1,744	13,120	30,905	52,374	70,133
非流动资产						同比增速	245.5%	652.3%	135.6%	69.5%	33.9%
物业、厂房及设备	9	29	49	83	123	毛利润	1,021	10,215	24,296	41,436	55,841
无形资产		2,579	2,398	2,219	2,043	同比增速	-1498.9%	900.2%	137.9%	70.5%	34.8%
其他非流动资产	167	183	883	933	983	毛利率	58.6%	77.9%	78.6%	79.1%	79.6%
非流动资产总值	177	2,791	3,329	3,235	3,148	营业利润	-596	-10,800	-5,347	3,678	9,131
						同比增速	108.1%	1712.9%	-50.5%	-168.8%	148.3%
流动资产						营业利润率	-34.2%	-82.3%	-17.3%	7.0%	13.0%
应收账款	531	1,267	1,533	1,800	2,081	归属股东净利润	-499	-10,298	-3,813	5,587	11,184
短期投资	50	7,631	7,931	8,231	8,531	同比增速	54.7%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
现金及现金等价物	3,058	14,160	31,565	45,081	64,068	净利率	-28.6%	-78.5%	-12.3%	10.7%	15.9%
其他流动资产	9,499	17,333	18,616	19,951	20,133	Non-GAAP 归属股东净利润	-382	-3,456	-1,607	8,037	13,813
流动资产总值	13,138	40,391	59,644	75,062	94,812	同比增速	20.1%	804.3%	-53.5%	-600.2%	71.9%
资产总值	13,314	43,182	62,973	78,297	97,961	净利率	-21.9%	-26.3%	-5.2%	15.3%	19.7%
						经调整ROE	-34.5%	-7.1%	26.5%	33.5%	
负债及股东权益						现金流量表					
非流动负债						经营活动净现金流	315	7,768	9,056	13,933	19,430
非流动负债总值	0	0	310	322	334	投资活动净现金流	72	-7,549	-1,046	-429	-455
						融资活动净现金流	1,399	17,344	9,394	12	12
流动负债						期初现金	1,320	3,058	14,160	31,565	45,081
应付账款	9,915	17,754	23,821	28,895	33,783	期末现金	3,058	14,160	31,565	45,081	64,068
客户存款/预付款	56	191	340	471	561	估值					
其他流动负债	2,138	6,414	12,201	14,272	15,133	P/E	n.a.	n.a.	n.a.	31.4	18.3
流动负债总值	12,110	24,359	36,362	43,638	49,477	P/S	144.5	19.2	8.2	4.8	3.6
负债总值	12,110	24,359	36,672	43,960	49,811	P/B	209.2	13.4	9.6	7.3	5.2
						P/GMV	1.79	0.53	0.25	0.16	0.12
股东权益	1,205	18,823	26,300	34,337	48,150						
负债及股东权益	13,314	43,182	62,973	78,297	97,961						

资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 24: PDD Forward PS Band (按照 Bloomberg 一致预期)



资料来源: Bloomberg (2019年8月21日), 天风证券研究所

图 25: 全球主要电商平台估值对比表 (按照 Bloomberg 一致预期)

Company	FX	Last Close	Market Cap USD mm	PE			EV/Sales			Price to Sales			PEG		
				FY18	FY19	FY20	FY18	FY19	FY20	FY18	FY19	FY20	FY18	FY19	FY20
阿里巴巴	USD	177.2	461,379	35.2	26.3	21.9	9.4	6.7	4.9	9.4	6.8	5.2	1.8	1.3	1.1
美团点评	HKD	68.8	50,774	n.a.	n.a.	115.9	4.8	3.7	2.7	5.5	3.9	3.0	n.a.	n.a.	2.1
京东	USD	31.4	45,684	142.3	37.7	26.8	0.7	0.6	0.4	0.7	0.6	0.5	2.9	0.8	0.5
拼多多	USD	26.0	30,175	n.a.	n.a.	58.7	15.5	6.6	3.8	16.9	7.5	4.5	n.a.	n.a.	n.a.
小米集团	HKD	9.0	27,377	22.2	17.5	13.8	0.9	0.7	0.6	1.1	0.9	0.7	2.0	1.5	1.2
唯品会	USD	8.6	5,749	15.2	10.9	9.2	0.4	0.4	0.4	0.5	0.5	0.4	1.9	1.4	1.2
宝尊电商	USD	50.1	2,897	57.6	37.1	24.2	3.7	2.7	2.1	3.8	2.8	2.1	n.a.	n.a.	n.a.
中国有赞	HKD	0.5	1,006	n.a.	n.a.	n.a.	6.3	4.8	3.0	8.1	5.5	3.5	n.a.	n.a.	n.a.
慧聪网	HKD	2.4	338	7.5	8.4	5.7	n.a.	n.a.	n.a.	0.2	0.1	0.1	n.a.	n.a.	n.a.
中国电商				27.5	23.0	16.9	3.6	3.6	2.4	5.0	3.4	2.3	2.1	1.2	1.0
Amazon	USD	1,801.4	891,063	62.5	54.7	40.8	3.9	3.1	2.6	3.8	3.2	2.7	1.4	1.2	0.9
Ebay	USD	40.0	33,576	17.4	14.6	12.9	2.6	2.7	2.5	3.1	3.1	3.0	1.4	1.2	1.1
Shoptify	USD	375.0	42,221	1201.8	602.8	387.0	38.3	26.2	19.5	39.9	27.5	20.5	26.6	13.3	8.6
好市多批發	USD	273.0	120,049	39.1	33.4	31.8	0.9	0.8	0.7	0.8	0.8	0.7	3.7	3.2	3.0
沃尔玛	USD	112.1	319,872	25.2	23.2	22.7	0.7	0.7	0.7	0.6	0.6	0.6	5.1	4.7	4.6
良品计划	JPY	18,000	4,744	15.8	13.2	15.8	1.2	1.1	1.0	1.3	1.2	1.1	n.a.	n.a.	n.a.

资料来源: Bloomberg (2019年8月21日), 天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期标普 500 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期标普 500 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com