

拼多多 (PDD) : 下沉市场竞争激烈, 成本端悉数抬升

2019年11月20日, 拼多多公布了19财年三季报, 营收(75.1亿元, +122%yoy)增速放缓, 净亏损扩大(23.6亿元, +122%)。公司社交化的扩张优势不再像过去那么明显, 在活跃用户净增长上本季度勉强维持份额, “百亿补贴”进一步推迟了盈利预期, 于估值而言, “成也补贴, 败也补贴。”

业绩点评

➤ 收入端: 阿里、京东抢夺低线城市市场

本季度包括营收和活跃买家数在高基数的前提下, 增长有所放缓。活跃用户净增长占主要市场的份额的扩张(保持62%)已不再像过去一样具备绝对的优势。京东、阿里对于低线城市的下沉正在蚕食拼多多在低线城市的主导地位。

利润端: 净亏损大幅扩大, 成本端悉数抬升

成本端相对于营收增长而言悉数抬升, 终结过去三个季度亏损逐渐收敛的趋势。推广费用投入产出比回升到了92%, 获客成本小幅增长的趋势也逊于向“线上+线下”模式相结合的京东。

点评: 绝对优势, 估值承压

拼多多社交化的扩张优势不再像过去那么明显, 始于微信的“红包+熟人社交”之路被后, “百亿补贴”进一步将盈利预期推迟至2020年, 如果采用P/Users法估值的话, 用户净增长的扩张和留存无疑是当前市场重新定价拼多多估值的主要考量因素。

财报短评

拼多多 (PDD)

FY19Q3 财务数据 (T12M)

最新收盘价	40.72
总市值	473.3 亿
T12M EPS	-14.24
T12M 市盈率	NA
利润率	-30.5%
毛利率	77%
股息率	NA
52周最高	45.25
52周最低	18.46

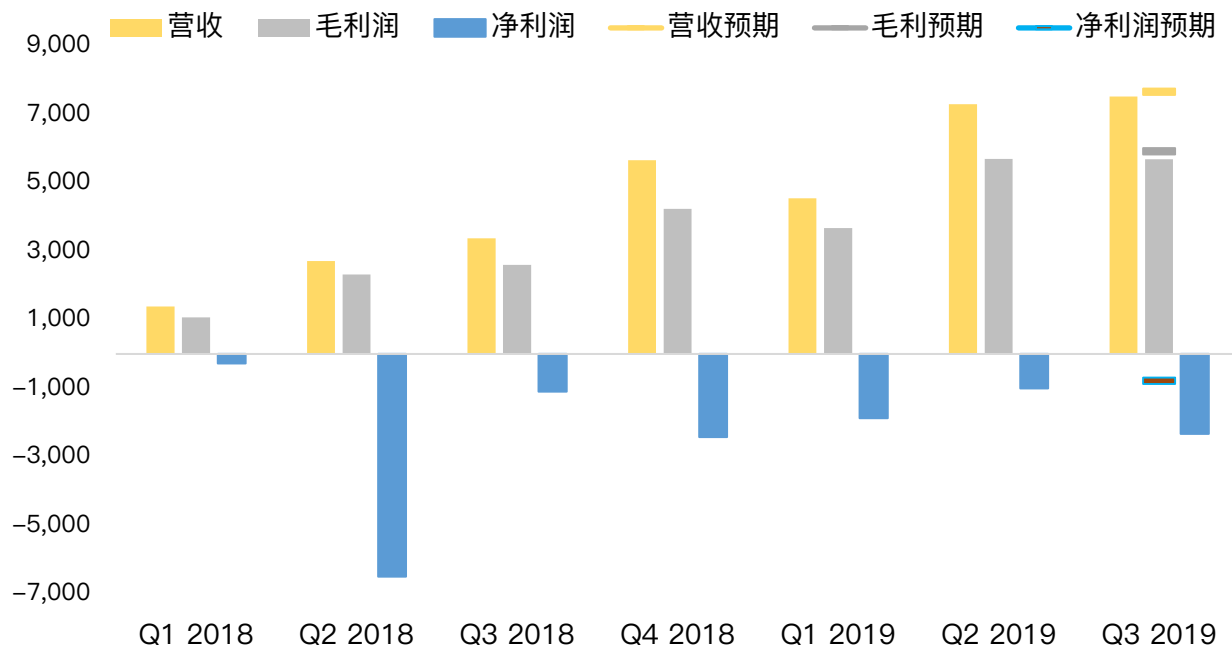
过去52周表现



往期回顾

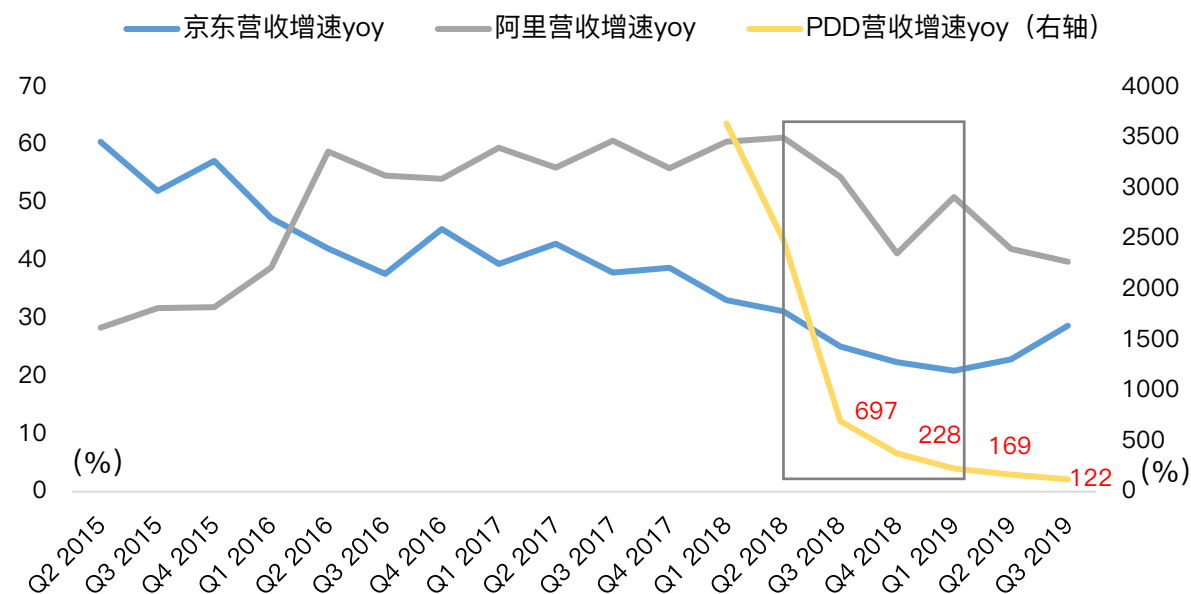
- 《腾讯(700): 游戏业务复苏, 支付和云支撑中期前景》20191113
- 《AMD: 完成逆袭的芯片龙头》20191028

图 1：拼多多三季度财务表现：营收利润不及预期，净亏损扩大



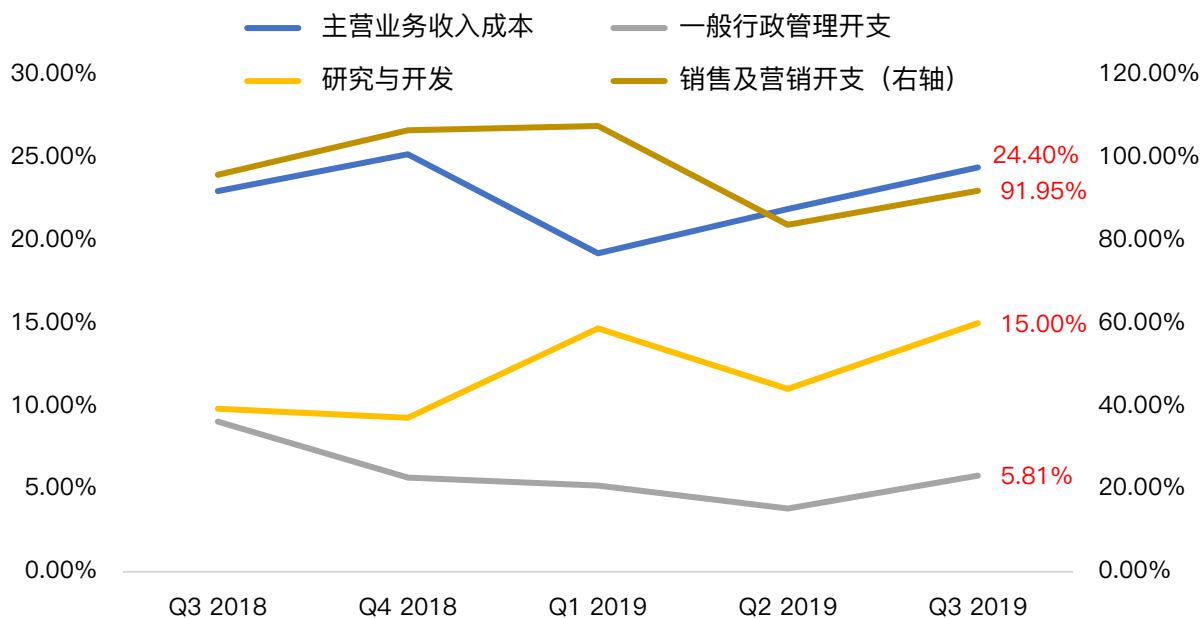
数据来源：Bloomberg，公司财报，老虎证券整理，单位：百万美元

图 2：营收保持较高增速，但由于高基数继续回落，同期京东已经结束下行期，探底回升



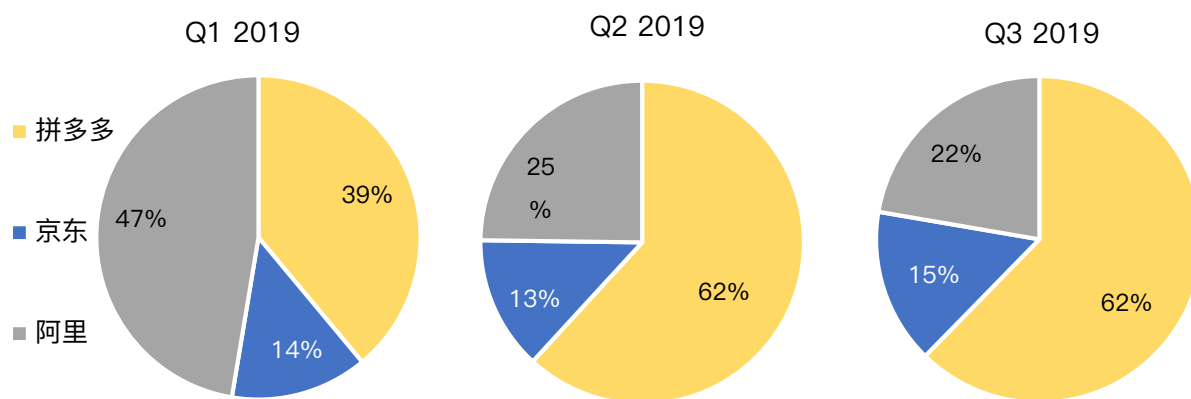
数据来源：Bloomberg，公司财报，老虎证券，按自然季度

图 3：按各项成本占营收比重变化：本季度成本端相对与营收而言悉数抬升



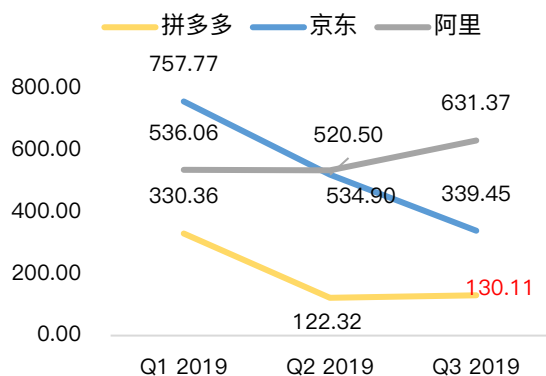
数据来源：Bloomberg，公司财报，老虎证券

图 4：按活跃账户数净增长算，京东占三大电商中总净增长比例本季抬升至 15%，拼多多保持



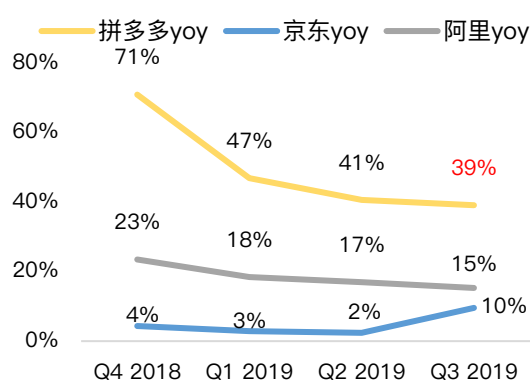
数据来源：Bloomberg，公司财报，老虎证券

图 5：获客成本比较（按销售及营销开支/当季新增活跃账户数）拼多多增长，京东下降



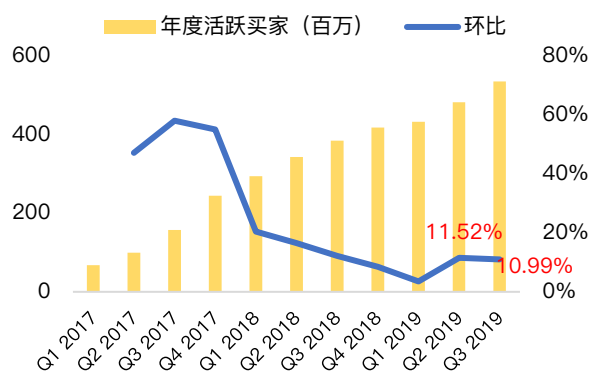
数据来源：公司财报，老虎证券

图 6：活跃买家增速比较（同比），拼多多阿里同比下滑，京东回升



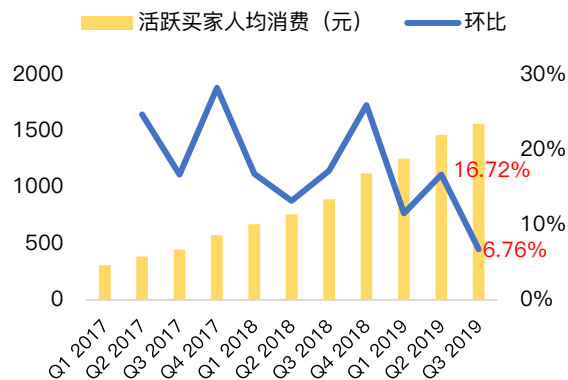
数据来源：公司财报，老虎证券

图 7：年度活跃买家数环比变化平稳



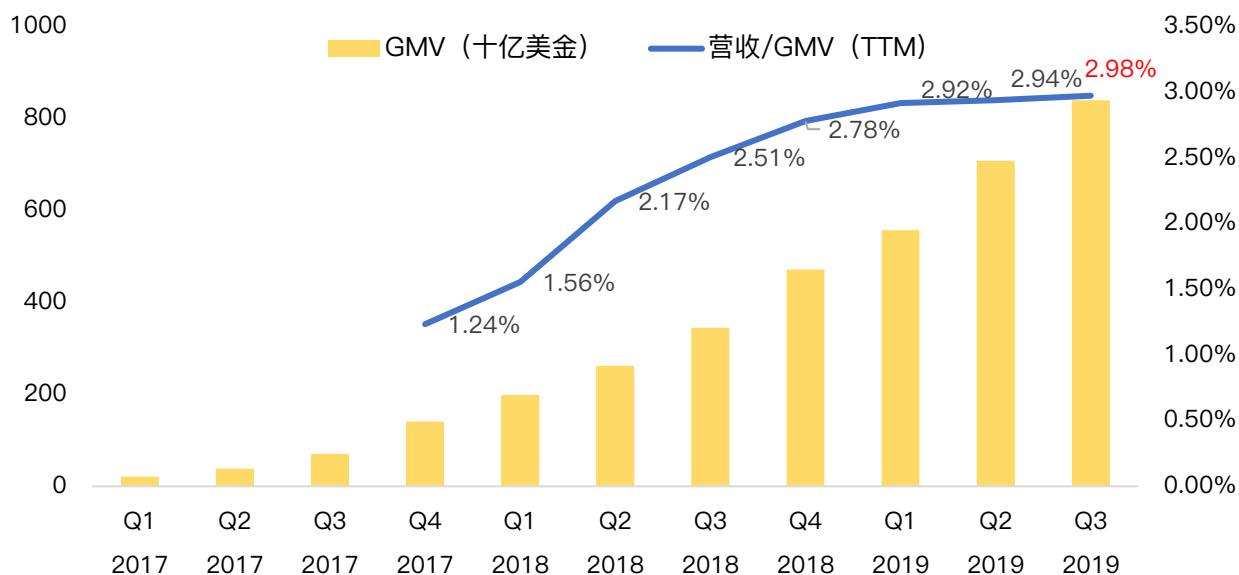
数据来源：公司财报，老虎证券

图 8：人均消费升幅放缓（同期高基数）



数据来源：公司财报，老虎证券

图 9：营收/GMV 小幅抬升到 2.98%，商业化能力本季保持稳定



数据来源：公开市场整理，老虎证券

图 10：拼多多与同业估值

	PE			EV EBITDA		
	2019	2020	2021	2019	2020	2021
拼多多		90.23	34.94	-54.41	978.01	33.40
京东	32.48	23.45	17.54	20.81	13.61	9.85
阿里巴巴	32.96	22.30	18.44	23.85	15.69	11.59
亚马逊	55.90	44.81	30.80	21.70	17.92	14.62
EBAY	12.66	12.11	10.76	7.18	7.23	6.63

数据来源：Bloomberg 一致预期，老虎证券

风险提示：

- 来自京东、阿里的竞争加剧，下沉市场扩张不及预期

重要声明

免责声明

老虎市场分析报告由老虎证券内部制作。报告中的信息均来源于我们认为可靠的公开渠道，老虎证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。

我们力求报告中分析的客观性，报告中的信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、投资周期、财务状况及特定需求，在任何时候不构成对任何人的个人推荐。对依据使用本报告造成的一切后果，老虎证券及关联人员均不承担任何法律责任。

报告中各模块的信息、策略、意见等仅为报告出具日的判断，所载内容均供投资者参考，不构成所述资产标的买卖的出价或询价。投资者应当对本报告内容以及潜在的投资风险、个人投资决策进行独立的评估，并应同时考量各自的投资目的、投资周期、财务状况及特定需求。

除另行说明外，本报告所述业绩、数据基于历史表现，过去的表现不应作为未来表现的预示，我们不承诺不保证任何预期的市场研判、策略回报会得以实现，分析中对应的预期可能基于对相应变量或情景的假设，任何假设的变化可能显著影响预期的回报。

其他声明

如果您对老虎市场分析报告有任何方面的建议或意见，我们欢迎您联系老虎研报官方邮箱：
newsletter@itiger.com。