

拼多多 (PDD) : 下沉获客整体稳健, ARPU 继续改善

2020年3月11日, 拼多多公布了19财年四季报, 营收107.9亿元(+91%yoy) 小幅低于预期, 净亏损收窄至17.5亿元(-25%yoy) 优于预期, 公司环比新增4890万活跃用户 (vs 上季度5300万), 年购买用户达到5.85亿, 超过阿里18年中水平 (5.76亿), 全年GMV达到10070亿。

业绩点评

➤ 收入端: 新增用户数环比小幅回落, ARPU 提升

本季度营收增速在高基数的前提下, 继续放缓, 年度活跃账户数受同业四季度加大补贴影响, 环比增速不及上季度, 回落1.8pcts。ARPU 环比增加9.7%达到1720元, 在目前体量较大的情况下, 2020年市场或更关注公司ARPU的提升。

➤ 利润端: 净亏损收窄, 成本控制效果显现

成本端, 本季度营销、管理、研发费用率环比分别下降1.8pcts、2.6pcts、3.2pcts, 净亏损较上季度收窄, 获客成本小幅增长。

➤ 点评: 疫情对全年业绩影响可控, 中期关注 ARPU 提升

拼多多虽未自建物流配送体系, 但疫情期间更符合下沉市场需求的中腰部品牌同样会为其供应链突围带来机遇。预计疫情对拼多多全年影响在5%以内 (vs 对京东影响预计2%以内)。同时, 公司通过百亿补贴打造“低价正品”形象, 类似于早期的淘宝商城 (天猫前身), 我们预计这将有助于ARPU的持续提升。

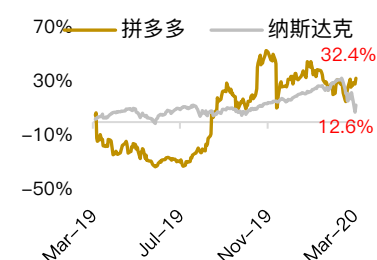
财报短评

拼多多 (PDD)

FY19Q4 财务数据 (T12M)

最新收盘价	37.69
总市值	438.1 亿
T12M EPS	-13.6
T12M 市盈率	NA
利润率	-23%
毛利率	78%
股息率	NA
52周最高	45.25
52周最低	18.46

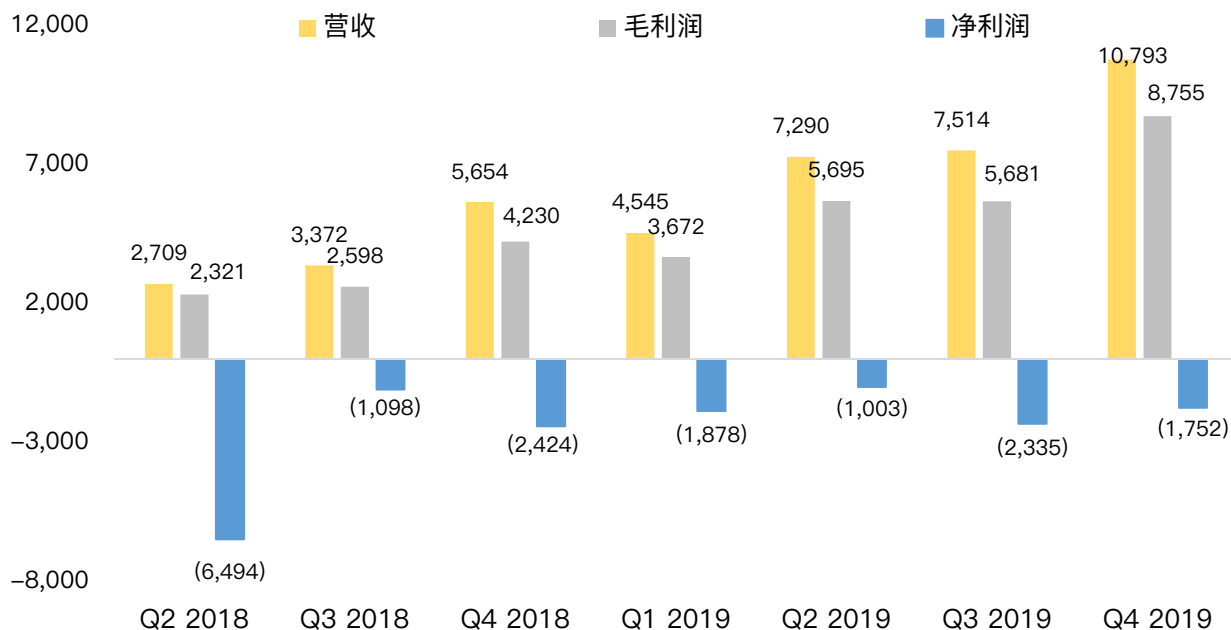
52周收益率



往期回顾

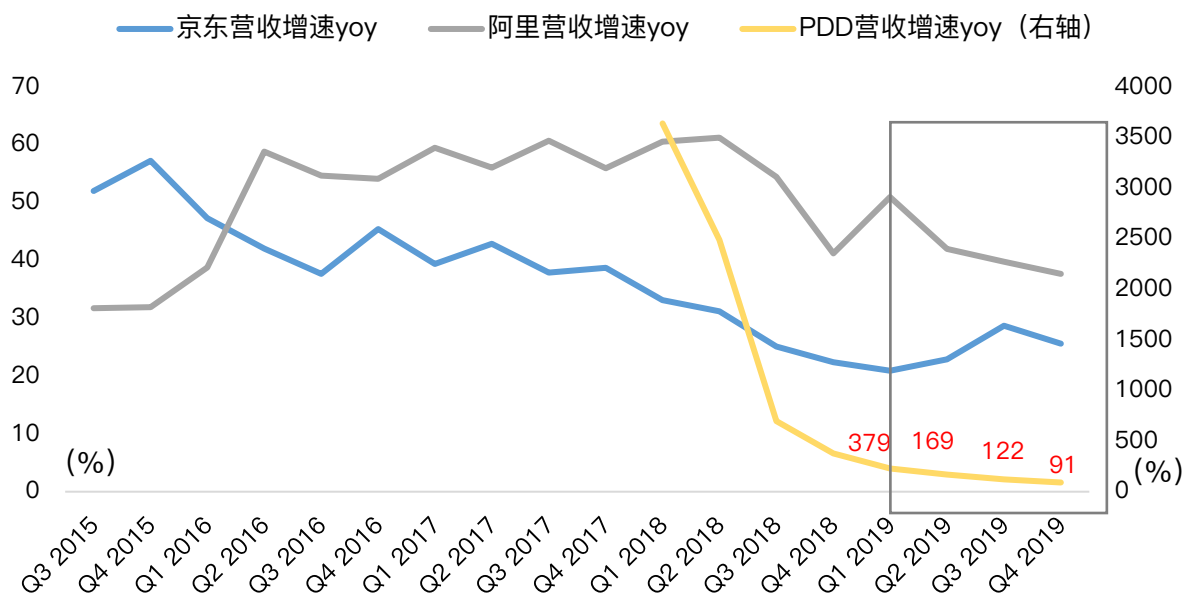
- 《拼多多(PDD): 下沉市场竞争激烈, 成本端悉数抬升》20190311

图 1: 4Q19 营收、毛利润超预期, 净亏损收窄



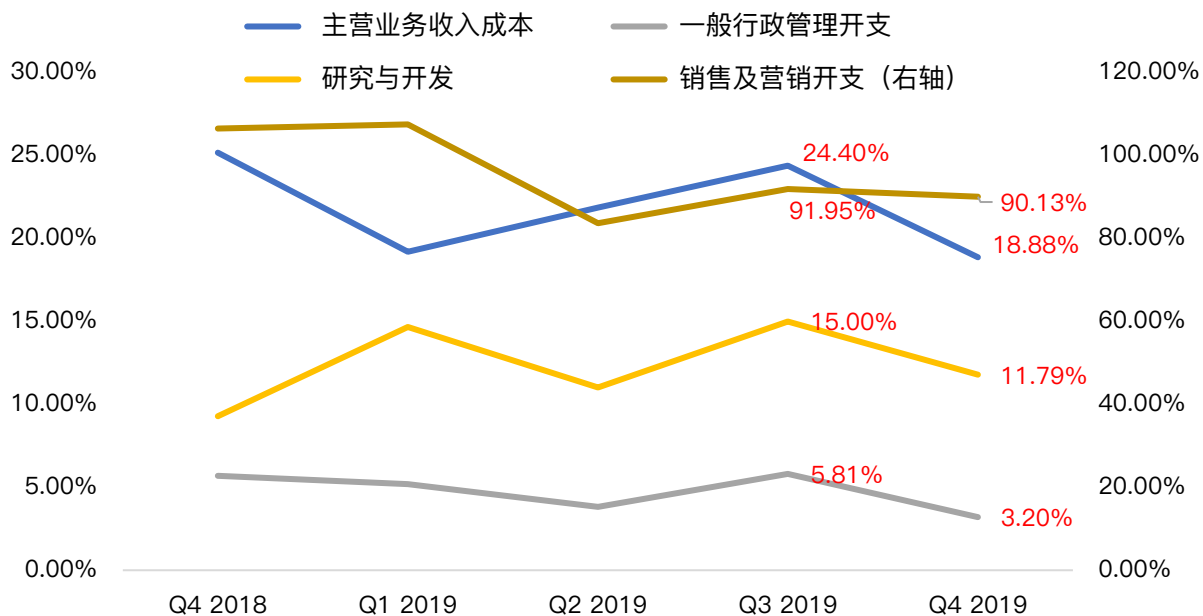
数据来源: Bloomberg, 公司财报, 老虎证券整理, 单位: 百万元

图 2: 在目前较大体量下, 营收保持高增速, 但也由于高基数继续回落



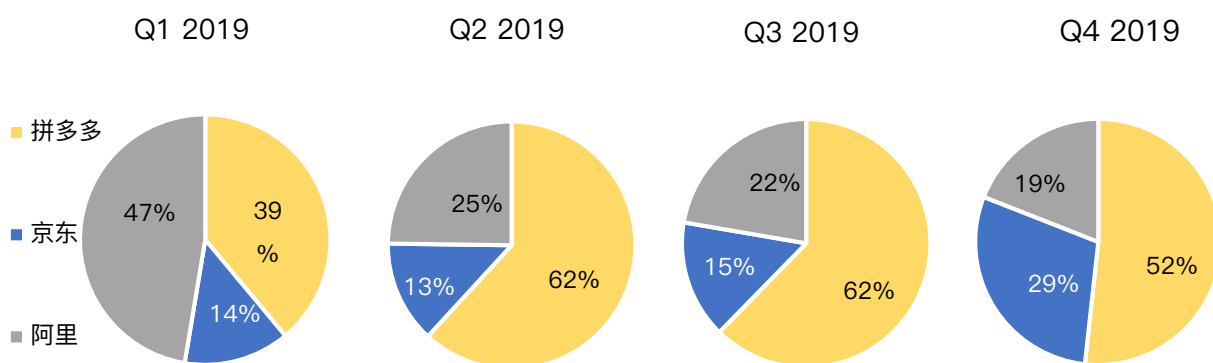
数据来源: Bloomberg, 公司财报, 老虎证券, 按自然季度

图 3: 4Q19 营销、管理、研发费用率环比改善 (各项成本占营收比重)



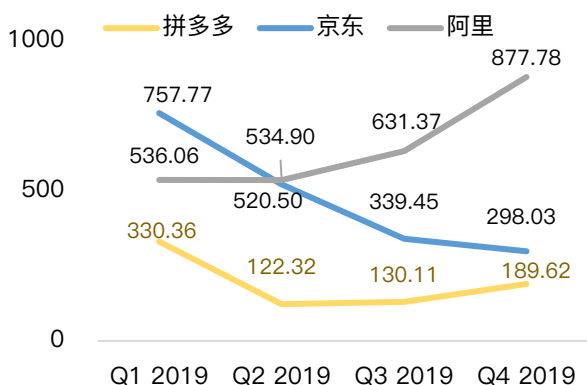
数据来源: Bloomberg, 公司财报, 老虎证券

图 4: 按活跃账户数净增长, 京东占三大电商中总净增长的比例由上季度的 15% 升至 29%, 拼多多由上季度的 62% 回落至 52%, 显示增量市场上拼多多依然具备优势, 但京东追赶步伐也在加快



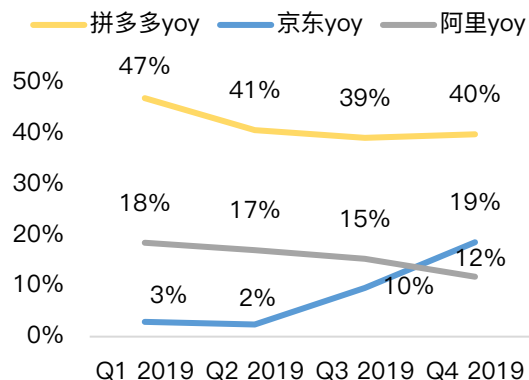
数据来源: Bloomberg, 公司财报, 老虎证券

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



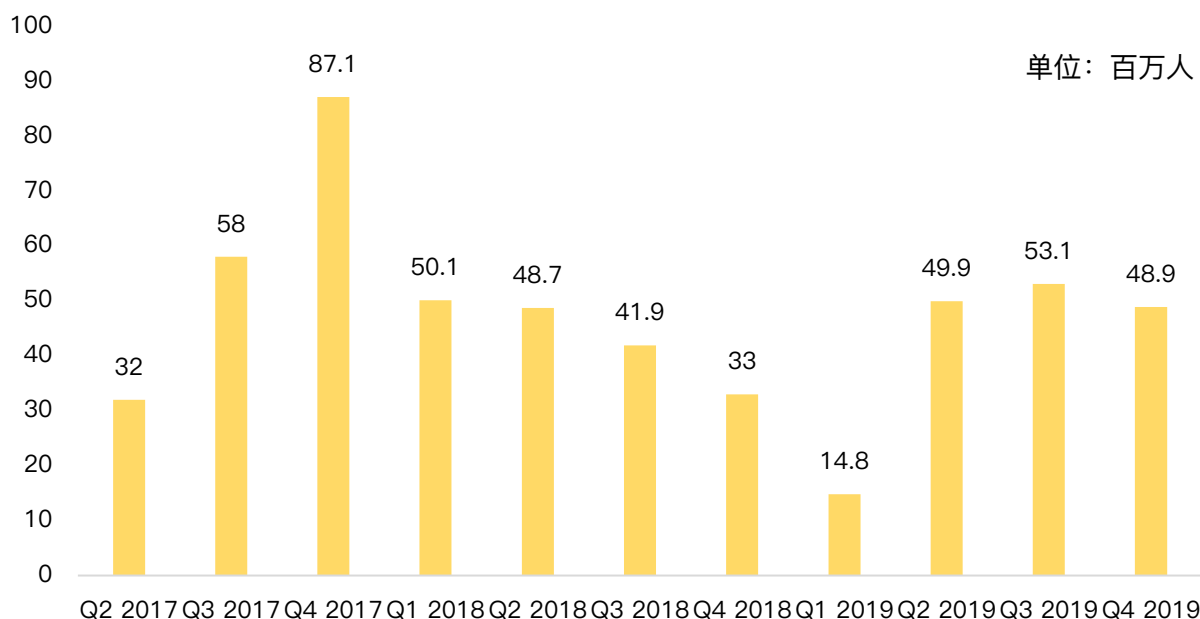
数据来源: 公司财报, 老虎证券, 该算法仅作参考

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



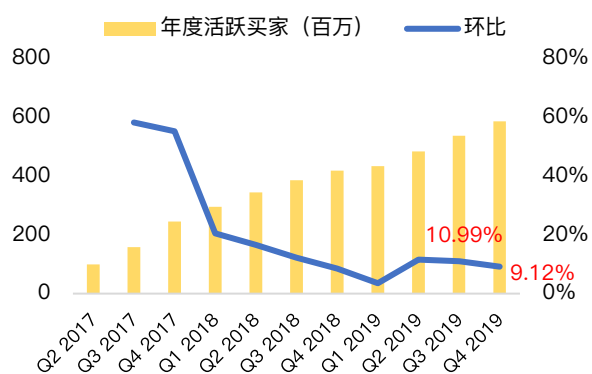
数据来源: 公司财报, 老虎证券

图 7: 4Q19 新增活跃买家数回落



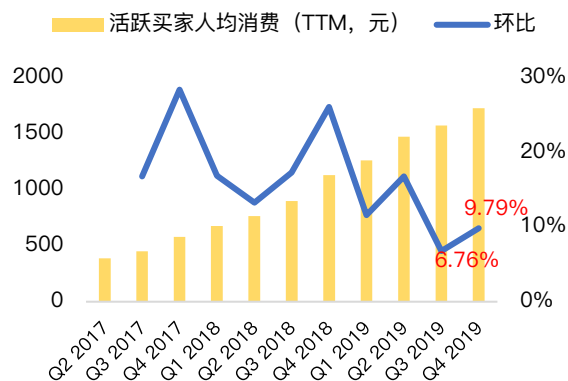
数据来源: Bloomberg, 公司财报, 老虎证券

图 8：年度活跃买家数环比变化小幅回落



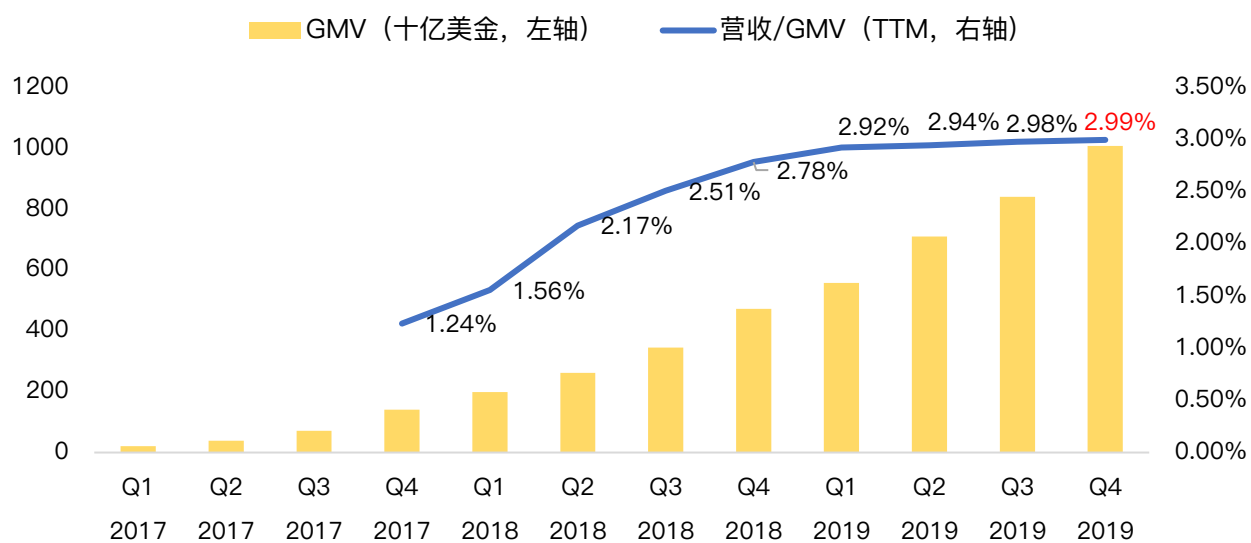
数据来源：公司财报，老虎证券

图 9：人均消费环比提升 (ARPU)



数据来源：公司财报，老虎证券

图 10：商业化能力本季保持稳定，营收/GMV 小幅抬升到 2.99%



数据来源：公司财报，老虎证券

图 11: 拼多多关键财务数据 (年度)

	2017	2018	2019	2020E	2021E
营业收入(百万元)	1744	13120	30142	50133	69572
YoY	33.40%	34.80%	26.37%	24.46%	23.59%
GMV (十亿元)	142	472	1007	1605	2050
YoY	-	232.39%	113.35%	59.38%	27.73%
年度购买用户数 (百万人)	245	419	585	690	750
YoY	-	70.82%	39.83%	17.91%	8.70%
ARPU	578	1127	1720	2326	2733
YoY	-	94.98%	52.62%	35.24%	17.51%
毛利率	58.56%	77.86%	78.97%	78.49%	78.62%
市场营销费用率	77.09%	102.45%	90.15%	-	-
行政管理费用率	7.64%	49.21%	4.30%	-	-
研究开发费用率	7.41%	8.51%	12.84%	-	-
GAAP 净利润	-525	-10217	-6968	-3112	7003
调整后净利润	-544	-10137	-6968	6	8110
利润率	-31.19%	-77.26%	-23.12%	0.01%	11.66%

数据来源: Bloomberg, 老虎证券

风险提示:

- 同业补贴力度加大, 京东、阿里的竞争加剧, 下沉市场扩张不及预期
- 疫情冲击超出预期

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。