

# 拼多多

## 迈向盈利改善新阶段，由规模扩张转向差异化竞争

(PDD.NASDAQ)

——美股公司首次覆盖报告

2022 年 08 月 05 日

吴柳燕（分析师）

肖杰（联系人）

wuliuyan@kysec.cn

xiaojie@kysec.cn

证书编号：S0790521110001

证书编号：S0790122030028

投资评级：买入（首次）

|              |              |
|--------------|--------------|
| 日期           | 2022/8/5     |
| 当前股价(美元)     | 51.26        |
| 一年最高最低(美元)   | 109.79/23.21 |
| 总市值(亿美元)     | 648.12       |
| 流通市值(亿美元)    | 648.12       |
| 总股本(亿股)      | 50.58        |
| 流通股本(亿股)     | 50.58        |
| 近 3 个月换手率(%) | 62.41        |

### 股价走势图



数据来源：Bloomberg

### ● 用户优势稳固，公司步入盈利改善阶段，给予“买入”评级

拼多多作为国内以用户计的第二大综合电商平台和最大的农产品交易平台，在用户数和消费频次两个维度展现出了较强的竞争力，短期内我们认为公司的核心能力结构不会出现明显变化，公司收入会步入平稳增长区间，预计 2022-2024 年公司收入分别为 1117.1/1408.0/1726.4 亿元人民币，对应同比增速分别为 19%/26%/23%。考虑到公司营销费用的效率优化、低价生态日趋成熟以及多多买菜的亏损进一步收窄，预计 2022-2024 年公司的 Non-GAAP 净利润分别为 195.2/263.3/359.5 亿元人民币，对应同比增速分别为 41%/35%/37%，对应 EPADS 分别为 13.52/17.71/23.48 元。公司最新股价 51.26 美元（截至 2022 年 8 月 5 日）对应 2022/2023/2024 年 25.6/19.5/14.7 倍 PE，考虑到公司的用户体量规模以及多多买菜在社区团购赛道优势的逐渐确立，看好公司后续盈利能力提升的机会，首次覆盖给予“买入”评级。

### ● 短期成长仍依赖高营销投入，静候差异化定位下收入和利润实现突破

长期来看，我们看好公司在农产品领域持续投入带来的差异化优势，进而减少 GMV 增长对补贴的依赖，帮助公司从生产效率端打开盈利空间；短期来看，我们认为：（1）公司零售型收入占比会继续提升：受 GMV 增速放缓和货币化率提升空间有限的影响，预计公司的平台型业务收入增速会有所放缓，但在农业供给端的高投入有利于多多买菜 GMV 占比的继续扩大，使得公司的零售型收入占比进一步提升；（2）营销效率优化驱动公司利润继续改善：营销费用是公司的主要支出，短期公司依然需要较高的营销支出来维持平台对用户和商家的吸引力，但通过聚焦补贴、减少品宣投放等策略，预计公司的营销效率仍有进一步的优化空间。

● **风险提示：**宏观经济增长不及预期；行业竞争加剧；品牌化上行不及预期；用户增长不及预期；海外政策变化风险。

### 财务摘要和估值指标

| 指标          | 2020A  | 2021A  | 2022E   | 2023E   | 2024E   |
|-------------|--------|--------|---------|---------|---------|
| 营业收入(百万元)   | 59,492 | 93,950 | 111,710 | 140,797 | 172,642 |
| YOY(%)      | 97.4   | 57.9   | 18.9    | 26.0    | 22.6    |
| 经调整净利润(百万元) | -2,965 | 13,830 | 19,521  | 26,329  | 35,953  |
| YOY(%)      | -32.8  | -566.4 | 41.2    | 34.9    | 36.6    |
| 毛利率(%)      | 67.6   | 66.2   | 72.1    | 72.0    | 72.0    |
| 净利率(%)      | -5.0   | 14.7   | 17.5    | 18.7    | 20.8    |
| ROE(%)      | -11.9  | 10.3   | 15.2    | 17.0    | 18.9    |
| EPADS(摊薄/元) | -2.4   | 10.0   | 13.5    | 17.7    | 23.5    |
| P/E(倍)      | -144.8 | 34.6   | 25.6    | 19.5    | 14.7    |
| P/B(倍)      | 7.1    | 5.7    | 5.2     | 4.0     | 3.1     |

数据来源：Bloomberg、开源证券研究所（备注：2022 年 8 月 5 日汇率 美元:人民币=6.7461）

## 目 录

|                                     |    |
|-------------------------------------|----|
| 1、公司概况：用户势能强大的低价生态电商平台.....         | 4  |
| 1.1、发展历程：基于下沉市场快速崛起.....            | 4  |
| 1.2、股权结构：创始人黄峥仍为公司第一大股东.....        | 6  |
| 2、核心能力：在庞大用户群体中已建立起成熟的消费心智.....     | 7  |
| 2.1、用户规模是确保平台低价生态的前提条件.....         | 7  |
| 2.2、用户心智是保障 GMV 增长的核心驱动力.....       | 9  |
| 3、后期发展：期待差异化定位下收入和利润端的突破.....       | 12 |
| 3.1、收入端：零售型收入占比将继续提升.....           | 12 |
| 3.2、利润端：营销费用率优化是公司目前利润改善的主要驱动力..... | 14 |
| 4、盈利预测及投资建议.....                    | 16 |
| 5、风险提示.....                         | 17 |
| 附：财务预测摘要(单位:百万人民币).....             | 19 |

## 图表目录

|                                         |    |
|-----------------------------------------|----|
| 图 1：公司 2021 年底年活用户数超过 8.6 亿.....        | 4  |
| 图 2：公司 2021 年全年 GMV 达到 2.44 万亿元.....    | 4  |
| 图 3：2015-2016 年外贸出口压力增加.....            | 5  |
| 图 4：2015 年底阿里全网渗透率达到 59%.....           | 5  |
| 图 5：2019 年 618 平台用户分布接近行业平均水平.....      | 5  |
| 图 6：2019 年 Q2 后平台 ARPU 增速快速下降.....      | 5  |
| 图 7：2020 年平台农产品 GMV 占比达到 16.2%.....     | 6  |
| 图 8：深入农产品供应链成为公司未来重要发展方向.....           | 6  |
| 图 9：创始人黄峥仍为公司第一大股东（截至 2022 年 2 月底）..... | 7  |
| 图 10：公司 2021 年平台 GMV 达到 24410 亿元.....   | 7  |
| 图 11：公司 2021 年 GMV 增速远超行业平均水平.....      | 7  |
| 图 12：高流量是平台低价生态得以正循环的基础.....            | 8  |
| 图 13：年活用户数及同比增长.....                    | 8  |
| 图 14：2017-2020 年公司营销费用率维持在 50%以上.....   | 8  |
| 图 15：2021 年 Q4 新增用户仅 140 万.....         | 9  |
| 图 16：2021 年 Q4 用户活跃度同比下降 6.9%.....      | 9  |
| 图 17：淘宝特价版 2021 年 5 月正式升级为淘特.....       | 9  |
| 图 18：淘特年活用户 2022 年 Q1 已突破 3 亿.....      | 9  |
| 图 19：平台 2021 年 ARPU 达到 2810 元.....      | 10 |
| 图 20：公司 ARPU 明显低于其他综合类电商平台.....         | 10 |
| 图 21：公司 2021 年客单价仅为 43.5 元.....         | 10 |
| 图 22：平台订单增速高于行业平均水平.....                | 10 |
| 图 23：淘特 10 元店目前已打通 1688.....            | 11 |
| 图 24：淘宝与拼多多的下沉流量占比已非常接近.....            | 11 |
| 图 25：公司在用户数和消费频次上具有较强的竞争力.....          | 11 |
| 图 26：公司 2021 年收入同比增长 58%.....           | 12 |
| 图 27：2018-2021 年公司广告收入 CAGR 为 85%.....  | 13 |
| 图 28：2021 年平台整体货币化率稳步提升至 3.0%.....      | 13 |

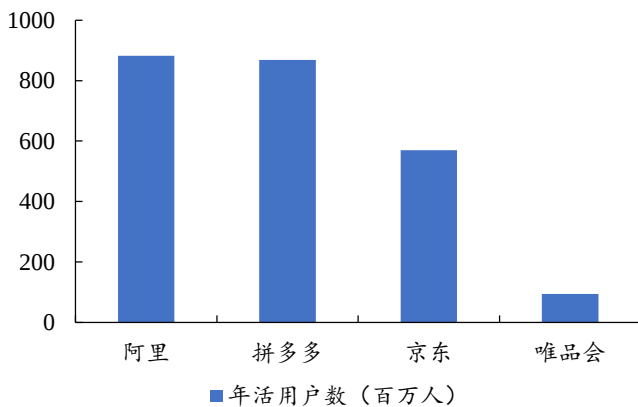
|                                        |    |
|----------------------------------------|----|
| 图 29: 2020 年后佣金收入加速增长.....             | 14 |
| 图 30: 2021 年佣金货币化率升至 0.6% .....        | 14 |
| 图 31: 公司 2021 年经调整净利率转正.....           | 15 |
| 图 32: 营销费用率为公司主要费用开支 .....             | 15 |
| 图 33: 2022 年 Q1 公司商品收入占比降至 0.1%.....   | 15 |
| 图 34: 公司营销费用率明显高于行业平均水平.....           | 16 |
| 图 35: 2021 年 Q4 起公司人均营销费用低于阿里和京东 ..... | 16 |
|                                        |    |
| 表 1: 腾讯参与了公司 B、C、D 轮融资 .....           | 6  |
| 表 2: 拼多多相较淘特仍然具有差异化优势.....             | 11 |
| 表 3: 阿里 2021 财年广告货币化率约为 3.0% .....     | 13 |
| 表 4: 预计多多买菜将驱动公司整体佣金货币化率继续上行.....      | 14 |
| 表 5: 公司收入及利润情况概览(单位: 百万人民币).....       | 17 |
| 表 6: 拼多多同业基本面及估值对比(单位: 亿人民币).....      | 17 |

## 1、公司概况：用户势能强大的低价生态电商平台

### 1.1、发展历程：基于下沉市场快速崛起

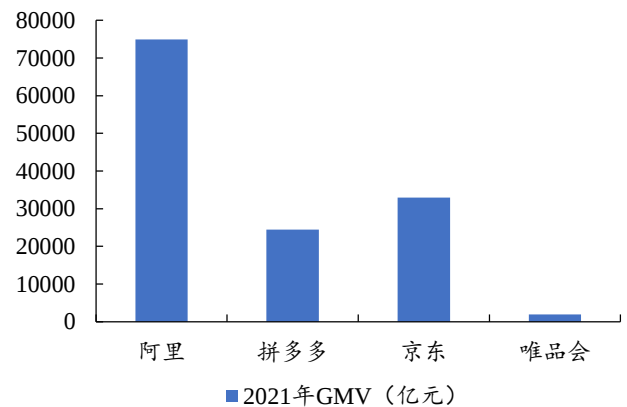
拼多多成立于 2015 年 9 月，以平台型电商为核心商业模式，早期通过切入下沉市场快速崛起。根据公司财报披露，截至 2021 年底，平台拥有超过 8.6 亿的年活跃用户和 24410 亿元的全年成交规模，是国内以用户计的第二大综合电商平台和最大的农产品交易平台。回顾公司发展历史，我们将其大致分为三个阶段：

图1：公司 2021 年底年活用户数超过 8.6 亿



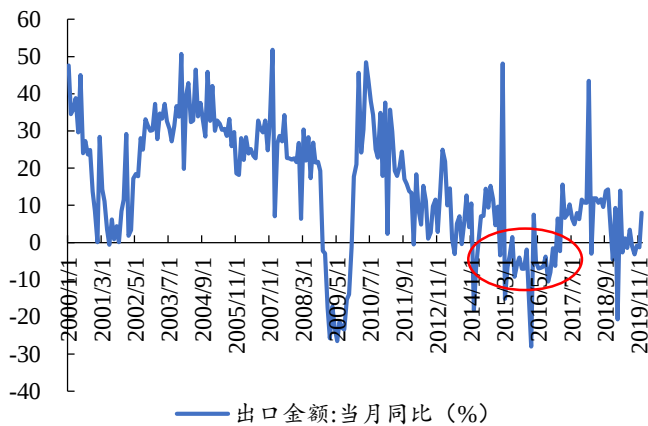
数据来源：公司公告、开源证券研究所

图2：公司 2021 年全年 GMV 达到 2.44 万亿元

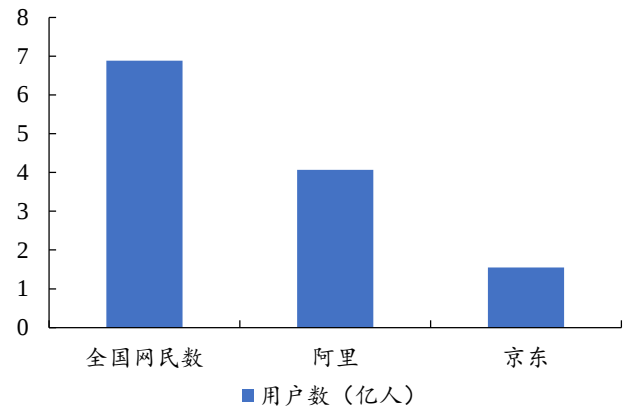


数据来源：公司公告、开源证券研究所（阿里 GMV 为 2021 财年数据）

**用户扩张期（2015-2018 年）：**公司起初为上海寻梦游戏公司 2015 年的内部孵化项目，后与拼好货合并正式形成“拼多多”品牌。彼时电商行业中阿里和京东的年活用户数已分别达到 4.1 亿和 1.3 亿，行业两强格局已经较为明显。拼多多以下沉市场为切入点，通过聚焦低价爆款商品和基于微信生态的社交裂变营销模式，在供需两端实现了快速成长：从供给端看，2015-2016 年国内外贸出口压力加大，内需重要性凸显，但 2016 年开始，阿里将经营重心移至天猫，逐步强化商家整治力度，导致大量低端商家相继出淘；从需求端来看，2015 年全国网民数仅为 6.9 亿人，阿里的渗透率约为 59%，电商用户仍有较大的拓展空间。2018 年，公司年活跃用户数已达到 4.2 亿，同比增速高达 71%，在用户数上超越京东，晋升为国内第二大综合电商平台。

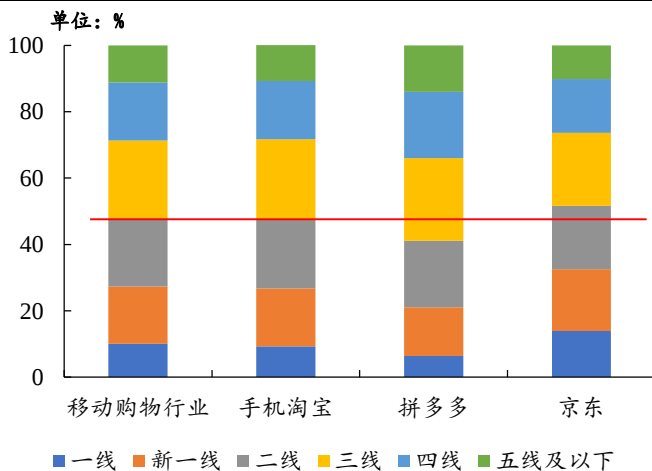
**图3：2015-2016 年外贸出口压力增加**


数据来源：国家统计局、开源证券研究所

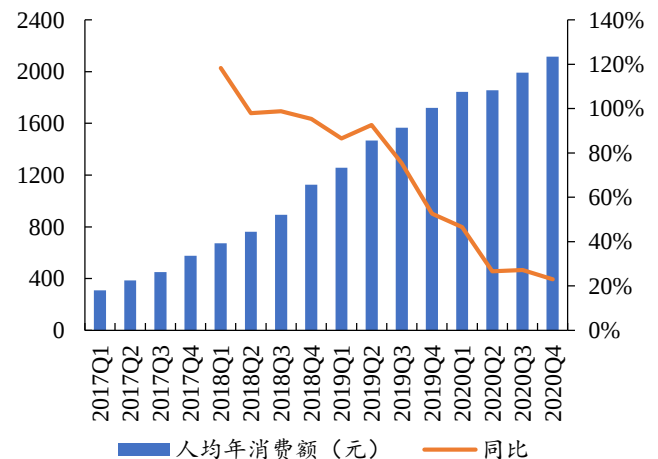
**图4：2015 年底阿里全网渗透率达到 59%**


数据来源：CNNIC、公司公告、开源证券研究所

**品牌上行期 (2019-2020):** 2018 年 7 月，公司在美国纳斯达克完成上市，但随后接连因山寨和假货等问题被有关监管部门约谈，公司随后进行了一系列打假行动，并推出“新品牌计划”。2019 年 618 期间，公司推出“百亿补贴”专区，打出“假一赔十”的口号，正式加码品牌商品。品牌商品占比的增加推动了平台用户数和 ARPU 的进一步提升：(1) 2019 年公司年活用户突破 5.8 亿，进一步拉开与京东的用户差距，根据极光大数据，2019 年 Q1 公司新增用户中有 44.2% 来自二线及以上城市；(2) 2019 年平台人均年消费金额达到 1720 元，同比增长 53%。但从后续增长来看，2020 年平台 ARPU 增速降为 23%，品牌化带来的边际效果迅速减弱。

**图5：2019 年 618 平台用户分布接近行业平均水平**


数据来源：QuestMobile、开源证券研究所（注：数据为 2019 年 5 月 20 日-6 月 18 日各平台用户分布占比情况）

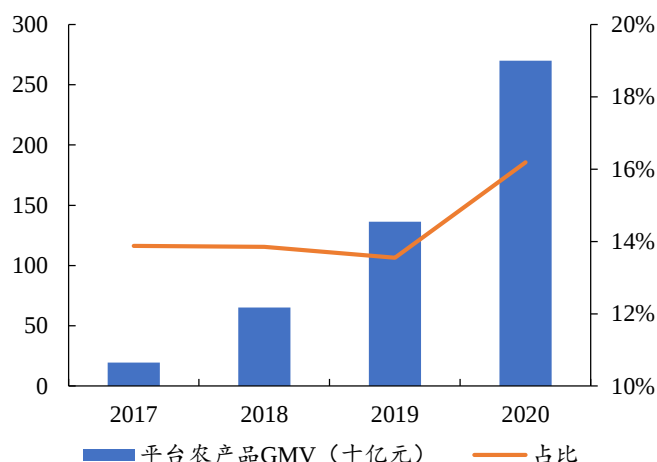
**图6：2019 年 Q2 后平台 ARPU 增速快速下降**


数据来源：公司公告、开源证券研究所（注：公司 2020 年后不再披露季度 GMV）

**核心能力打磨期 (2021-至今):** 公司自成立初就具有明显的农产品特色，2017 年平台农产品交易额占总 GMV 比重达到 13.9%。2020 年 7 月，公司创始人黄峥将 CEO 职位交还原 CTO 陈磊，并于 2021 年 3 月辞任公司董事长，转向“在核心科技和其基础理论上寻找答案”。2020 年 8 月公司上线社区团购产品多多买菜后，农产品交易额比重进一步上升，2020 年全年提升至 16.2%。2021 年 8 月，公司宣布成立“百亿农研”项目，计划以总额 100 亿元的专项投资在农业科技领域取得突破，正

式确立了以农业为特色的未来发展方向。

图7：2020年平台农产品GMV占比达到16.2%



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图8：深入农产品供应链成为公司未来重要发展方向



资料来源：公司官网

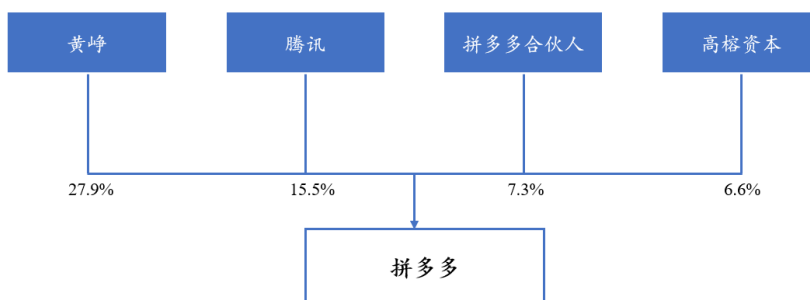
## 1.2、股权结构：创始人黄峥仍为公司第一大股东

公司早期实行 AB 股的双重投票权结构，A 股和 B 股的投票权比例为 1:10，创始人黄峥持有所有 B 股，其投票权在公司上市后高达 89.8%。2021 年 3 月黄峥卸任公司董事长后，其所拥有的 B 股 10 倍投票权失效，同时名下股份的投票权也被委托给公司董事会以投票的方式进行决策。截至 2022 年 2 月底，黄峥仍持有公司 27.9% 的股份，为公司第一大股东，腾讯共计持有约 15.5% 的股份，为第一大外部股东。

表1：腾讯参与了公司 B、C、D 轮融资

| 时间              | 融资轮次 | 融资金额      | 主要投资方                                             |
|-----------------|------|-----------|---------------------------------------------------|
| 2015.06         | A 轮  | 867 万美元   | Walnut Street Investment（黄峥）、Chak Man Wu、高榕资本、IDG |
| 2015.11-2016.06 | B 轮  | 1.1 亿美元   | 腾讯、Walnut Street Investment、高榕资本、IDG、光速中国、魔量资本等   |
| 2017.02-2017.06 | C 轮  | 2.14 亿美元  | 腾讯、红杉资本、高榕资本、Sun Vantage Investment、凯辉基金          |
| 2018.03         | D 轮  | 13.69 亿美元 | 腾讯、红杉资本、高榕资本                                      |

资料来源：36 氪、开源证券研究所

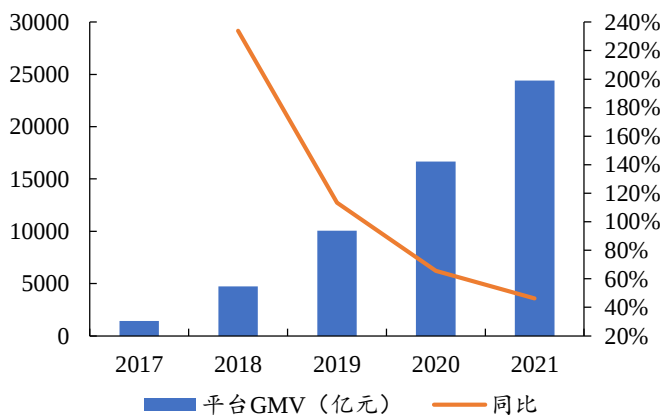
**图9：创始人黄峥仍为公司第一大股东（截至 2022 年 2 月底）**


资料来源：公司公告、开源证券研究所

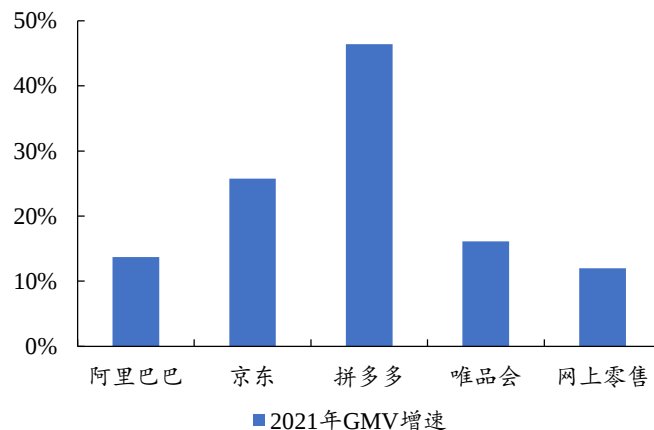
## 2、核心能力：在庞大用户群体中已建立起成熟的消费心智

2021 年平台总交易额达到 24410 亿元，同比增长 46.4%，近 3 年 CAGR 达到 73%，增长速度远高于国内其他电商平台。平台的 GMV 大小决定了平台的变现能力和现金流空间，从影响 GMV 的各项因素来看，我们认为公司目前的核心能力体现在用户数和消费频次，在庞大的用户群体中建立起了成熟的消费心智是公司成功的关键。

$$\text{GMV} = \text{用户数} \times \text{单用户年支出额} = \text{用户数} \times \text{用户消费频次} \times \text{客单价}$$

**图10：公司 2021 年平台 GMV 达到 24410 亿元**


数据来源：公司公告、开源证券研究所

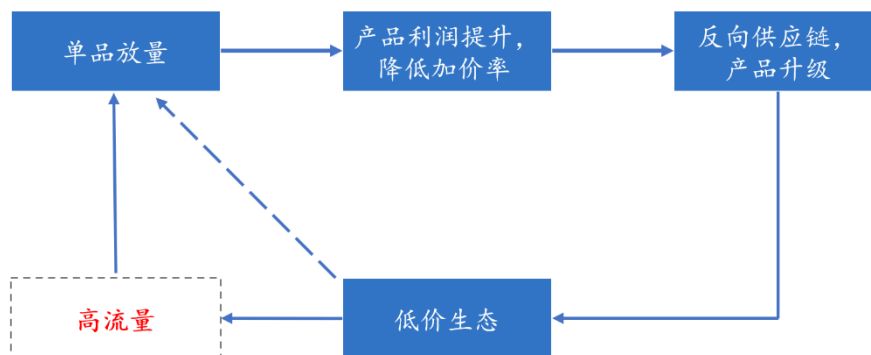
**图11：公司 2021 年 GMV 增速远超行业平均水平**


数据来源：国家统计局、各公司公告、开源证券研究所（注：网上零售增速为 2021 年实物商品网上零售额增速）

### 2.1、用户规模是确保平台低价生态的前提条件

不同于天猫和京东等传统货架式电商，拼多多的“货找人”模式更容易在有限的 SKU 内产生爆款商品，然后借助高销量进一步压低加价率，从而实现低价生态的正向循环。但从循环的发动点来看，我们认为高流量的用户规模是确保爆款模式得以持续的前提条件。

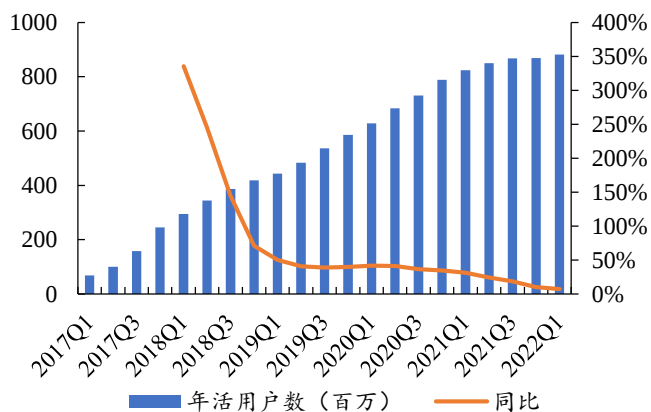
图12：高流量是平台低价生态得以正循环的基础



资料来源：开源证券研究所

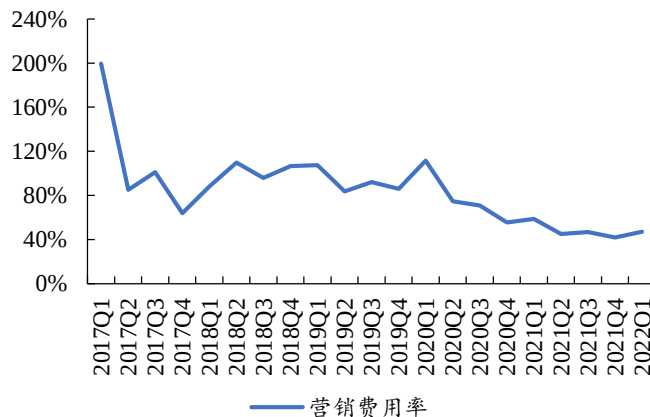
**用户规模短期内仍依赖高营销投入维持。**截至 2022 年 3 月底，公司拥有超过 8.8 亿的年活跃用户，近 5 年用户数 CAGR 高达 67%，是国内以活跃用户计的第二大电商平台。由于公司成立时间较晚，在成熟市场并无先发优势，利用多样的补贴玩法和低价商品生态去突破下沉市场成为平台的核心打法。2017-2020 年公司各季度营销费用率均维持在 50% 以上，2021 年四季度公司营销费率降至历史最低的 42%，但当季新增用户仅 140 万，用户活跃度（月活用户/年活买家）也同比下降 6.9%。我们认为电商行业当前的流量争夺依然激烈，且下沉市场成为各家的重点投入对象，考虑到用户规模仍是公司目前的核心基础，预计公司短期内营销费率将有所回升，长期待差异化优势稳固后仍然存在优化空间。

图13：年活用户数及同比增长

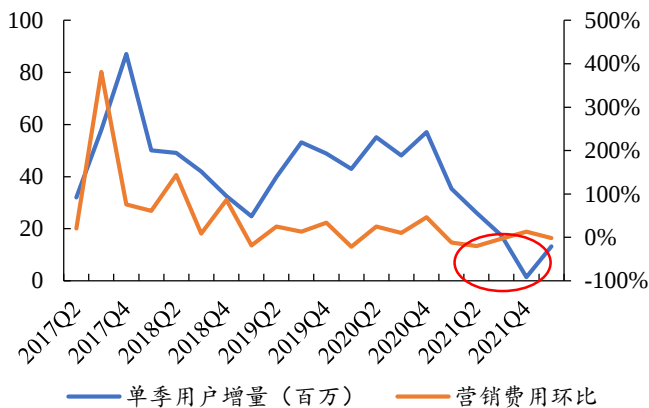


数据来源：公司公告、开源证券研究所

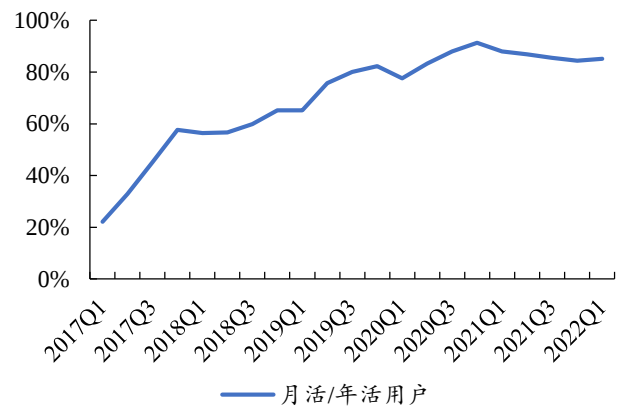
图14：2017-2020 年公司营销费用率维持在 50% 以上



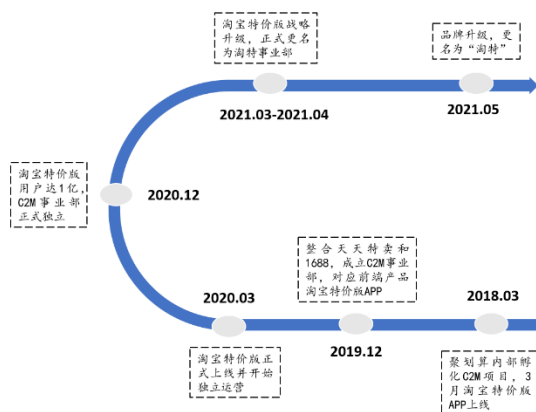
数据来源：公司公告、开源证券研究所

**图15：2021年Q4新增用户仅140万**


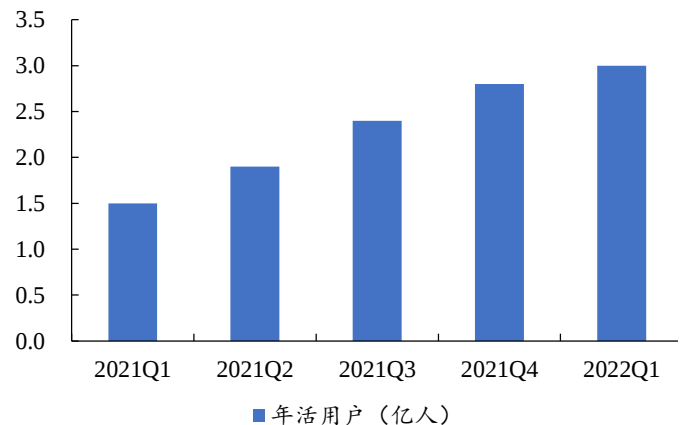
数据来源：公司公告、开源证券研究所

**图16：2021年Q4用户活跃度同比下降6.9%**


数据来源：公司公告、开源证券研究所

**图17：淘宝特价版 2021年5月正式升级为淘特**


资料来源：公司公告、开源证券研究所

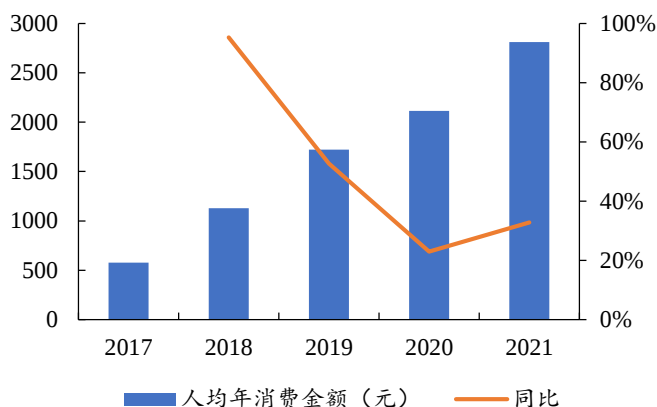
**图18：淘特年活用户 2022年Q1已突破3亿**


数据来源：公司公告、开源证券研究所

## 2.2、用户心智是保障 GMV 增长的核心驱动力

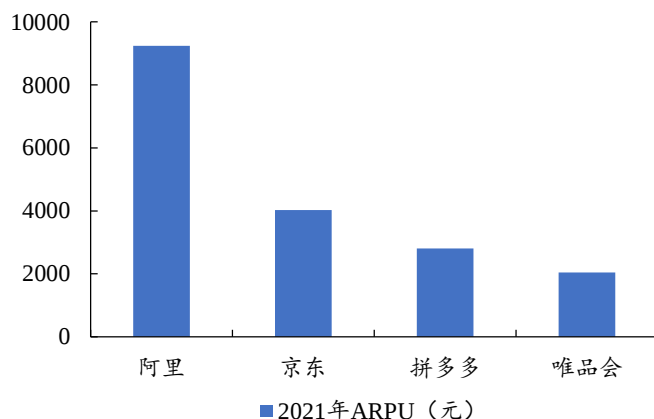
ARPU 增长是目前驱动平台 GMV 增长的主要因素。公司 2021 年单用户年支出额为 2810 元，同比增长 33%，同期用户同比增速为 10%，单价提升成为平台 GMV 增长的主要动力。ARPU 的增长受客单价和用户下单频次的影响，与行业内其他平台相比，公司 ARPU 低于阿里和京东两家综合平台，但高于垂类平台唯品会，由于平台商品以白牌为主，2021 年客单价仅为 43.5 元，ARPU 高于唯品会主要归因于更高的用户购买频次。公司 2021 年总订单量和人均订单量分别达到 610 亿单和 70 单，同比增速分别达到 59%和 45%，与全国快递总单量增速相比均处于较高的增长阶段。考虑到平台目前品牌化上行节奏较慢，我们预计复购提频仍将是平台 ARPU 短期内增长的主要驱动力。

图19：平台 2021 年 ARPU 达到 2810 元



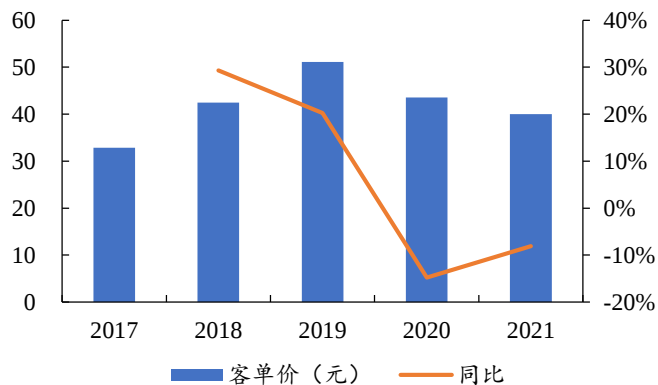
数据来源：公司公告、开源证券研究所

图20：公司 ARPU 明显低于其他综合类电商平台



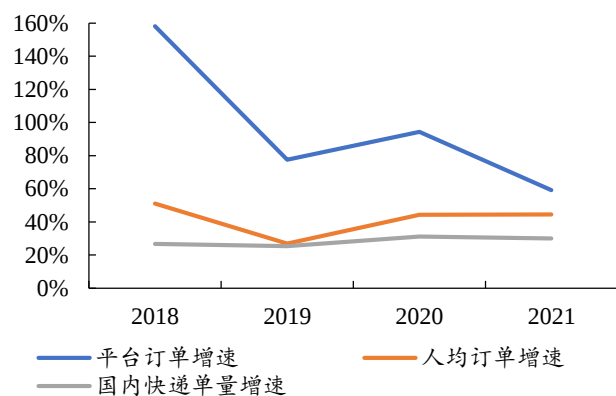
数据来源：公司公告、开源证券研究所

图21：公司 2021 年客单价仅为 43.5 元



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图22：平台订单增速高于行业平均水平



数据来源：公司公告、开源证券研究所

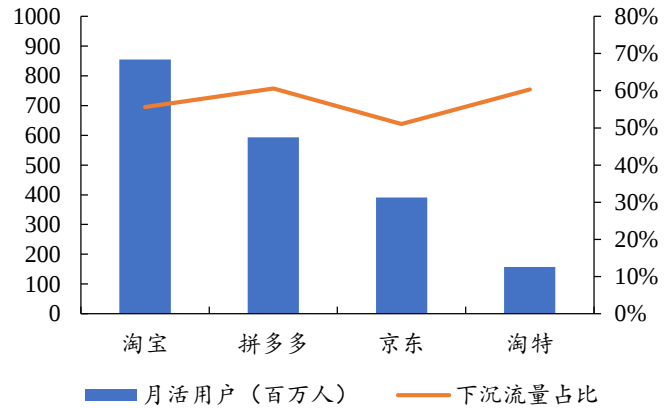
复购频次的提升是平台用户心智形成的体现。用户的购买频次一方面取决于平台 SKU 供给的丰富度，另一方面也取决于平台在用户消费决策过程中的定位。从供给端来看，平台目前的绝大多数第三方卖家并不是只在拼多多上运营，竞争对手淘特也有能力复用阿里 1688 的白牌供应链资源，公司在 SKU 维度并无明显优势；从需求端来看，拼多多与淘系电商的用户群体目前已高度重合，且用户城际分布结构也趋于一致，流量优势也在逐渐减弱。因此我们认为平台当前能够实现消费频次的提升主要受益于消费者对平台低价生态的认可，此外短期来看，平台仍然存在一定的差异化优势：（1）平台拥有一定的农产品资源积累；（2）平台拥有更为优秀的 C 端运营能力，在产品玩法上更具优势。

图23：淘特 10 元店目前已打通 1688



资料来源：淘特 APP

图24：淘宝与拼多多的下沉流量占比已非常接近



数据来源：QuestMobile、开源证券研究所（注：数据为 2022 年 3 月各 APP 情况）

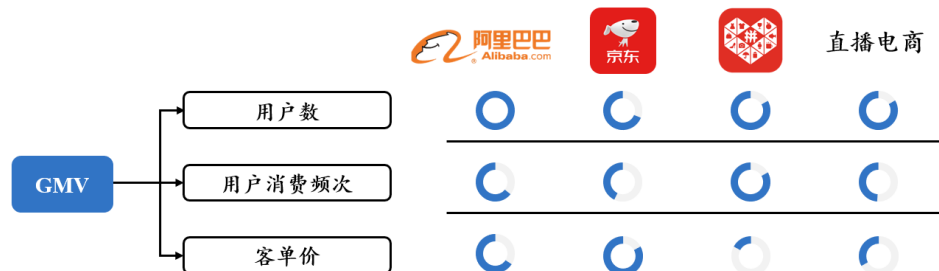
表2：拼多多相较淘特仍然具有差异化优势

|      | 拼多多                        | 淘特                               |
|------|----------------------------|----------------------------------|
| 平台特色 | 拼单购买，利用社交裂变迅速起量            | 到手价直接购买，利用阿里系资源引流                |
| 年活用户 | 8.8 亿                      | 超过 3 亿                           |
| 商品来源 | 爆款逻辑打造出低价商品，品牌商品主要依靠百亿补贴渠道 | 集团内货源协同，目前主要复用 1688 已形成规模效应的商品体系 |
| 商品价格 | 拼多多大部分标品价格低于淘特             |                                  |
| 营销打法 | 砍单、红包提现等玩法更加多元             | 补贴形式更为直接                         |

资料来源：拼多多 APP、淘特 APP、公司公告、开源证券研究所（注：年活用户数为截至 2022 年 3 月底数据）

总体来看，平台在用户数和消费频次两个维度展现出了较强的竞争力，而品牌资源的不足使其在客单价的表现上较弱。短期内我们认为公司的核心能力结构也并不会出现明显变化，主要基于：（1）用户对平台的低价消费心智已经形成，直播电商等新玩家受限于产品设计和运营模式，对低价商品的主流需求冲击有限，预计不会影响公司的用户基本盘；（2）目前平台品牌商品的主要销售渠道为“百亿补贴”专区，价格优势是其相较其他主流平台的核心优势，但公司目前的营销投入节奏有所放缓，预计与天猫、京东的品牌化差距仍将存在。

图25：公司在用户数和消费频次上具有较强的竞争力



资料来源：各公司官网、开源证券研究所

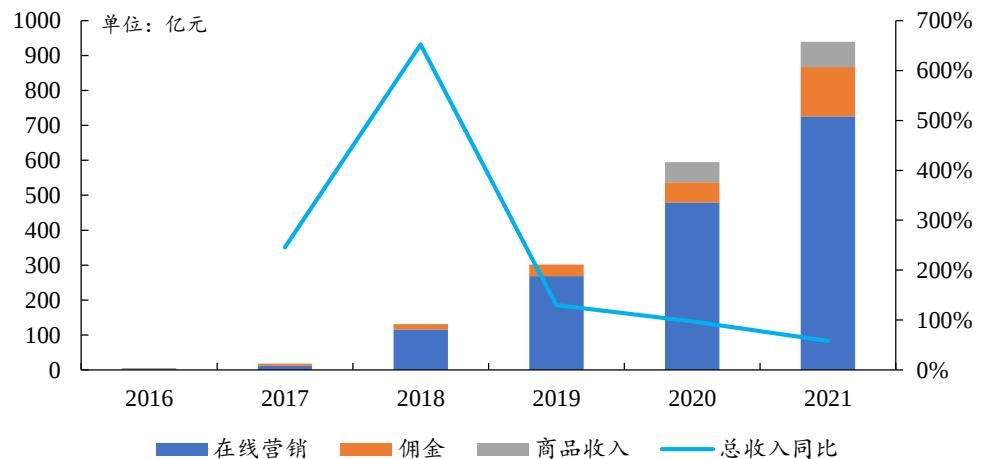
### 3、后期发展：期待差异化定位下收入和利润端的突破

短期来看，我们预计平台的品牌化进程放缓与当前主站的货币化率水平会使得公司 GMV 步入平稳增长区间，而补贴仍是维持 GMV 增长的重要手段；长期来看，公司在农业领域的持续投入预计会为公司提供差异化优势，进而减少 GMV 增长对补贴的依赖以及实现在生产流通环节的效率优化，为公司的长期利润率提升打开空间。

#### 3.1、收入端：零售型收入占比将继续提升

公司 2021 年实现总收入 939.5 亿元，同比增长 58%，其中广告和佣金为主要收入来源：2021 年广告和佣金收入分别为 725.6 亿元和 141.4 亿元，分别占总收入 77% 和 15%，同比增速分别为 51% 和 144%。

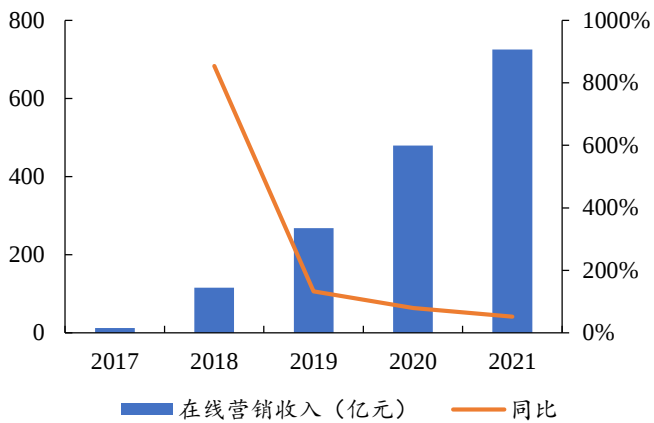
图26：公司 2021 年收入同比增长 58%



数据来源：公司公告、开源证券研究所

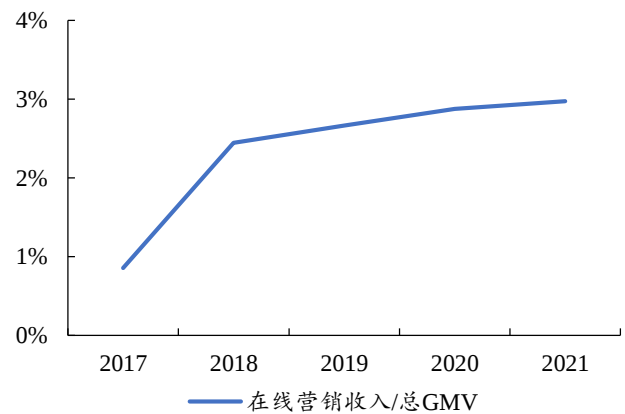
**品牌化渗透是短期内影响平台广告收入增长的重要因素。**公司 2021 年广告收入为 725.6 亿元，同比增长 51%，近 3 年复合增速达到 85%。根据公司财报披露的 GMV 情况，公司整体广告货币化率 2018 年之后趋于稳定，2021 年达到 3.0%，广告收入的高增速主要得益于平台 GMV 的快速增长。我们认为短期内广告收入的增长动力主要取决于平台的品牌化进程：（1）公司目前的广告货币化率已接近阿里的水平，提升空间有限；（2）GMV 的增长动力目前主要来自于用户数的增长和消费频次的提升，预计短期内用户的增长与低客单消费频次的提升对 GMV 的边际增长贡献会相对降低，品牌化进程的重要性会得到提升。

图27：2018-2021 年公司广告收入 CAGR 为 85%



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图28：2021 年平台整体货币化率稳步提升至 3.0%



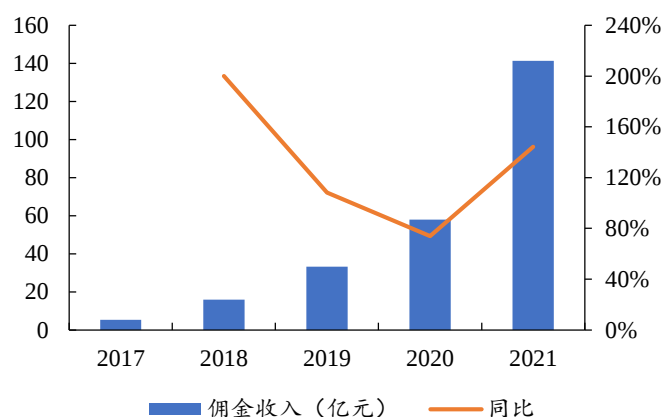
数据来源：公司公告、开源证券研究所

表3：阿里 2021 财年广告货币化率约为 3.0%

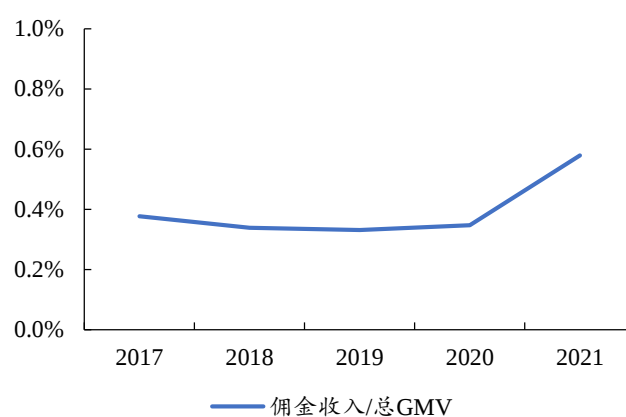
| 2021 财年        |        |
|----------------|--------|
| 中国零售 GMV (十亿元) | 7494   |
| 客户管理收入 (百万元)   | 304543 |
| 假设：广告收入占比      | 75%    |
| 广告收入 (百万元)     | 228407 |
| 广告货币化率         | 3.0%   |

数据来源：公司公告、开源证券研究所（注：阿里 2021 财年 Q2 起不再单独披露广告收入，假设数据为开源海外团队依据公司历史数据预测）

**预计主站佣金货币化率提升空间有限。**公司 2021 年佣金收入为 141.4 亿元，同比增长 144%，近 3 年复合增速为 107%。由于平台对大多数第三方卖家采取零佣金政策，佣金收入在 2017-2020 年的增长慢于平台整体收入增速，2019 年收入占比仅为 11%。2020 年 8 月社区团购业务多多买菜上线后，由于该业务的商品毛利被确认为佣金收入，佣金收入占比开始快速提升，2022 年一季度已升至 24%。我们预计整体佣金货币化率在社区团购业务的影响下未来仍将上升，但主站的抽佣率短期提升空间有限，主要基于：（1）平台品牌化渗透率仍然较低，考虑到行业当前竞争环境加剧，未来对大多数中小商家增加抽佣的空间有限；（2）农产品仍是公司未来的重点发力品类，该品类品牌属性低，且平台主打低价特色，抽佣条件有限。

**图29：2020年后佣金收入加速增长**


数据来源：公司公告、开源证券研究所

**图30：2021年佣金货币化率升至0.6%**


数据来源：公司公告、开源证券研究所

**表4：预计多多买菜将驱动公司整体佣金货币化率继续上行**

|               | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
|---------------|------|-------|-------|-------|
| 件均价 (元)       | 8.3  | 9.8   | 10.3  | 10.8  |
| 总单量 (亿件)      | 104  | 129   | 172   | 216   |
| 多多买菜 GMV (亿元) | 863  | 1259  | 1772  | 2326  |
| 占总 GMV        | 3.5% | 4.4%  | 5.2%  | 5.7%  |
| 多多买菜毛利率       | 8%   | 14%   | 15%   | 17%   |
| 贡献收入 (亿元)     | 69   | 172   | 266   | 384   |
| 占总佣金比重        | 49%  | 67%   | 73%   | 77%   |

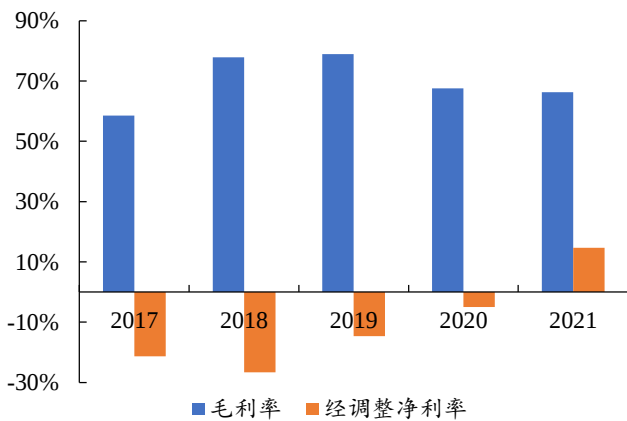
数据来源：开源证券研究所（注：以上数据均为开源证券海外团队预测数据）

总体来看，考虑到公司在农产品上游端的持续投入，我们预计公司未来社区团购业务和农产品的 GMV 占比会继续扩大，零售型业务收入占比会进一步提升，平台型收入增速会有所放缓，主要系：（1）当前品牌化进程放缓，对主站 GMV 增长有所影响；（2）中小商家仍是收入贡献的重要来源，短期内主站货币化率提升空间有限。

### 3.2、利润端：营销费用率优化是公司目前利润改善的主要驱动力

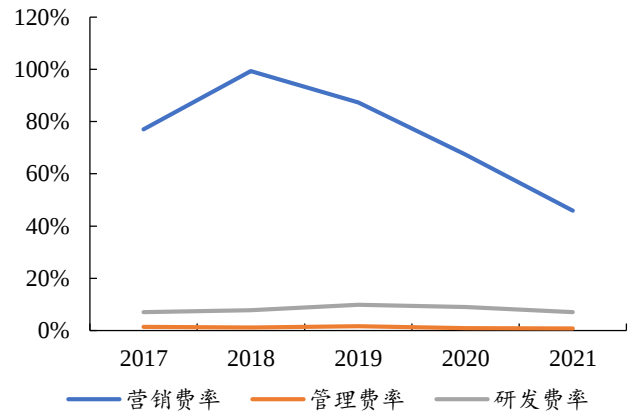
公司 2021 年毛利率为 66%，经调整净利率为 15%，其中经调整营销费用率达到 46%，为主要费用开支。从历史变化来看，公司早期依赖大量的补贴去积累用户和商家资源，营销费用率处在较高的水平，在 2018 年 Q4 达到最高的 103%，导致 2018 年全年经调整亏损率高达 99%。此后随着公司战略逐渐调向降本增效，营销费用率开始快速下降，平台最终在 2020 年 Q3 首次实现季度盈利。

图31：公司 2021 年经调整净利率转正



数据来源：公司公告、开源证券研究所

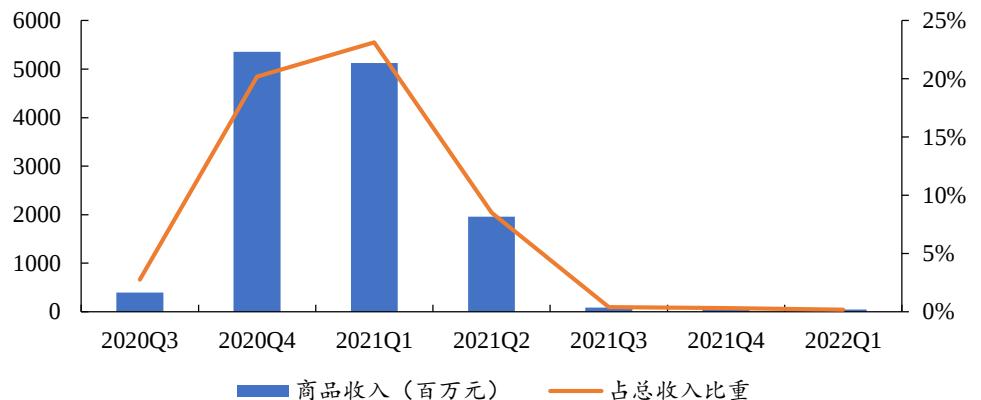
图32：营销费用率为公司主要费用开支



数据来源：公司公告、开源证券研究所（注：图中数据均为扣除股份激励后的经调整费用率）

**供应链能力不断成熟，毛利率短期内改善明显。**公司主站业务以平台型收入为主，但由于在供给端能力的不足，尤其是部分品类品牌商品的缺失，需要公司以自营的形式来采购商品进行售卖。不同于多多买菜的净收入确认方式，主站的自营商品销售对公司的毛利率存在影响：2020 年商品收入占比高达 9.7%，公司毛利率为 67.6%；2022 年 Q1 公司商品收入占比显著下降至 0.1%，毛利率同比升高 18%至 70%。我们预计后续随着公司的供应链能力不断成熟，商品收入的占比会继续保持低位，有利于公司的毛利率维持在较高水平。

图33：2022 年 Q1 公司商品收入占比降至 0.1%

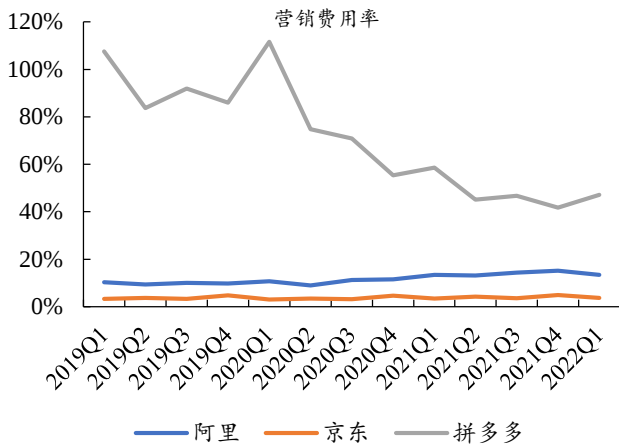


数据来源：公司公告、开源证券研究所

**营销效率优化仍将是公司目前利润改善的主要驱动力。**与阿里和京东相比，公司目前的营销费率明显高于行业平均水平，但我们认为在没有足够品牌资源和差异化服务的前提下，公司依然需要高营销支出来维持平台对用户和商家的吸引力。从营销费用结构来看，我们观察到公司目前已显著缩减了线下以及品牌广告投放，将更多资源聚焦在补贴上，考虑到平台当前的用户规模，我们认为现阶段用户留存的重要性大于拉新，减少品宣投放符合公司当前所处的发展阶段。公司目前人均营销费用也低于阿里和京东，主要得益于微信生态的流量支持，我们预计后续营销效率

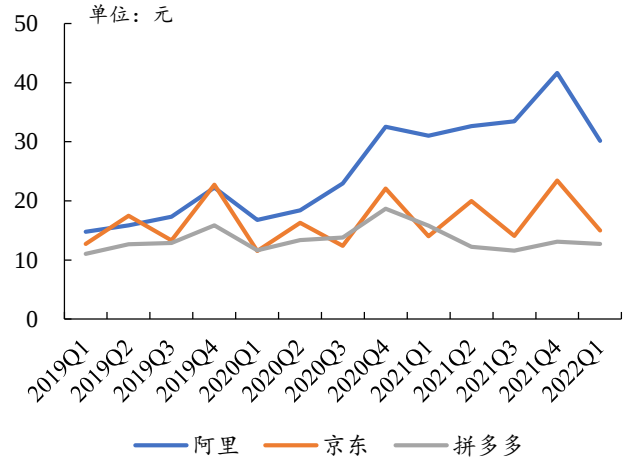
的逐步提升有望继续为营销费用率带来优化空间。

图34：公司营销费用率明显高于行业平均水平



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图35：2021年Q4起公司人均营销费用低于阿里和京东



数据来源：公司公告、开源证券研究所

## 4、盈利预测及投资建议

从收入端看，我们认为平台型收入增长的放缓会使得公司的整体收入增速步入平缓期，预计 2022-2024 年公司收入分别为 1117.1/1408.0/1726.4 亿元人民币，对应同比增速分别为 19%/26%/23%。其中：（1）在线营销业务受到品牌化进程和货币化率提升空间的影响，预计 2022-2024 年收入增速分别为 18%/21%/18%；（2）佣金收入受益于社区团购业务规模的成长，预计 2022-2024 年收入增速分别为 81%/42%/37%。

从利润端看，我们预计 2022-2024 年公司的 Non-GAAP 净利润分别为 195.2/263.3/359.5 亿元人民币，对应同比增速分别为 41%/35%/37%。主要考虑到：（1）公司将减亏作为重要目标，在品牌广告等投流支出上预计会进一步优化效率；（2）低价生态不断成熟后，预计高流量驱动低加价率的路径会继续强化，电商主站补贴率会进一步下降；（3）社区团购赛道竞争格局不断优化下，多多买菜的亏损预计会进一步收窄。

虽然拼多多目前年活用户已超过 8.8 亿，但公司在补贴玩法、内容生态等方面的积极布局对用户时长和频次提升均有促进作用，且平台的高流量对品牌商来说仍然具有较强的吸引力，为公司后续的广告业务增长提供了确定性较强的动力，预计公司未来三年收入 CAGR 将高于行业平均水平。公司最新股价 51.26 美元（截至 2022 年 8 月 5 日）对应 2022/2023/2024 年 25.6/19.5/14.7 倍 PE，从传统电商的角度来看，公司与同为平台型的阿里商业模式类似，但在品类和用户心智上受到直播电商的冲击较小，预计公司后续三年的盈利成长确定性优于其他可比平台，在当前估值水平下相对具有吸引力。考虑到公司的用户体量规模以及多多买菜在社区团购赛道优势的逐渐确立，看好公司后续盈利能力提升的机会，首次覆盖给予“买入”评级。

表5：公司收入及利润情况概览(单位：百万人民币)

|                     | 2020             | 2021             | 2022E             | 2023E             | 2024E             |
|---------------------|------------------|------------------|-------------------|-------------------|-------------------|
| <b>主营收入</b>         | <b>59,491.91</b> | <b>93,949.92</b> | <b>111,710.39</b> | <b>140,796.74</b> | <b>172,642.05</b> |
| 在线营销                | 47,953.8         | 72,563.4         | 85,903.9          | 104,269.0         | 122,602.0         |
| 佣金                  | 5,787.4          | 14,140.4         | 25,631.0          | 36,352.3          | 49,864.6          |
| 商品直销                | 5,750.7          | 7,246.1          | 175.4             | 175.4             | 175.4             |
| <b>收入同比增速</b>       | <b>97.4%</b>     | <b>57.9%</b>     | <b>18.9%</b>      | <b>26.0%</b>      | <b>22.6%</b>      |
| <b>收入占比</b>         |                  |                  |                   |                   |                   |
| 在线营销                | 80.6%            | 77.2%            | 76.9%             | 74.1%             | 71.0%             |
| 佣金                  | 9.7%             | 15.1%            | 22.9%             | 25.8%             | 28.9%             |
| 商品直销                | 9.7%             | 7.7%             | 0.2%              | 0.1%              | 0.1%              |
| <b>毛利率</b>          | <b>67.6%</b>     | <b>66.2%</b>     | <b>72.1%</b>      | <b>72.0%</b>      | <b>72.0%</b>      |
| 净利润                 | -7,179.8         | 7,768.7          | 14,494.4          | 20,697.1          | 29,910.2          |
| Non-GAAP 净利润        | -2,965.0         | 13,829.5         | 19,521.4          | 26,329.0          | 35,952.7          |
| <b>Non-GAAP 净利率</b> | <b>-5.0%</b>     | <b>14.7%</b>     | <b>17.5%</b>      | <b>18.7%</b>      | <b>20.8%</b>      |

数据来源：公司公告、开源证券研究所

表6：拼多多同业基本面及估值对比(单位：亿人民币)

| 证券代码    | 证券名称         | 营业收入  |       |      | 经调整净利润 |       |      | ROE   |       | PE    |       |
|---------|--------------|-------|-------|------|--------|-------|------|-------|-------|-------|-------|
|         |              | 2021  | 2024E | CAGR | 2021   | 2024E | CAGR | 2021  | 2022E | 2023E | 2024E |
| AMZN.O  | 亚马逊          | 29911 | 47012 | 16%  | 1863   | 3743  | 26%  | 28.8  | 90.4  | 41.7  | 27.1  |
| 9988.HK | 阿里巴巴         | 7075  | 10349 | 14%  | 1801   | 1590  | -4%  | 17.8  | 12.4  | 13.3  | 11.7  |
| 9618.HK | 京东           | 9516  | 15546 | 18%  | -36    | 257   | -    | -1.7  | 148.6 | 47.7  | 29.3  |
| EBAY.O  | eBay         | 659   | 702   | 2%   | 167    | 161   | -1%  | 204.0 | 11.8  | 10.8  | 9.8   |
| ETSY.O  | Etsy         | 145   | 217   | 14%  | 36     | 49    | 11%  | 72.0  | 33.3  | 28.9  | 24.6  |
| W.N     | Wayfair      | 871   | 1081  | 7%   | 18     | -12   | -    | -     | -     | -     | -     |
| VIPS.N  | 唯品会          | 1175  | 1201  | 0.7% | 60     | 67    | 4%   | 15.5  | 8.6   | 7.8   | 6.9   |
| RVLV.N  | Revolve      | 55    | 109   | 26%  | 5      | 10    | 26%  | 38.6  | 33.3  | 25.7  | 20.1  |
| OSTK.O  | Overstockcom | 140   | 160   | 5%   | 7      | 54    | 98%  | 69.7  | 39.0  | 27.1  | 21.4  |
| 可比公司平均  |              |       |       |      |        |       |      | 76.0  | 47.2  | 25.4  | 18.9  |
| PDD.O   | 拼多多          | 940   | 1726  | 23%  | 138    | 360   | 38%  | 10.3  | 25.6  | 19.5  | 14.7  |

数据来源：Bloomberg、开源证券研究所（除拼多多和京东外，其他可比公司盈利预测数据取自 2022 年 8 月 5 日彭博一致预期，对应汇率为 1 美元=6.7461 人民币、1 港元=0.8595 人民币）

## 5、风险提示

**宏观经济增长不及预期：**经济疲软对居民消费以及商家广告投放有负面影响。

**行业竞争加剧：**直播电商、社区团购等赛道若竞争加剧，将影响公司的费用优化节奏。

**品牌化上行不及预期：**若品牌化进程过于缓慢，长期将难以满足用户多样化需求，且难以提升平台客单价，进而影响 GMV 长期增长。

**用户增长不及预期：**平台用户带来的高流量是公司的核心竞争力，增长不及预

期将影响公司收入增长与长期战略规划。

**海外政策变化风险：**公司在美股面临潜在的摘牌风险。

**附：财务预测摘要(单位: 百万人民币)**

| 资产负债表(百万元)       | 2020A   | 2021A   | 2022E   | 2023E   | 2024E   |
|------------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| <b>流动资产</b>      | 149,524 | 160,909 | 181,297 | 229,089 | 282,035 |
| 现金               | 22,421  | 6,427   | 16,846  | 49,702  | 90,311  |
| 应收账款             | 4,240   | 4,250   | 4,986   | 5,982   | 7,076   |
| 存货               | 0       | 0       | 0       | 0       | 0       |
| 其他流动资产           | 122,863 | 150,232 | 159,466 | 173,405 | 184,648 |
| <b>非流动资产</b>     | 9,385   | 20,301  | 16,426  | 16,426  | 16,426  |
| 固定资产及在建工程        | 203     | 2,203   | 0       | 0       | 0       |
| 无形资产及其他长期资产      | 1,277   | 18,097  | 16,426  | 16,426  | 16,426  |
| <b>资产总计</b>      | 149,524 | 160,909 | 181,297 | 229,089 | 282,035 |
| <b>流动负债</b>      | 81,763  | 93,303  | 102,953 | 123,343 | 139,532 |
| 短期借款             | 1,866   | 0       | 0       | 0       | 0       |
| 应付账款             | 53,834  | 62,510  | 68,723  | 82,454  | 93,469  |
| 其他流动负债           | 26,062  | 30,793  | 34,230  | 40,889  | 46,063  |
| <b>非流动负债</b>     | 14,851  | 12,365  | 12,334  | 12,334  | 12,334  |
| 长期借款             | 3       | 1       | 1       | 1       | 1       |
| 其他非流动负债          | 14,848  | 12,364  | 12,333  | 12,333  | 12,333  |
| <b>负债合计</b>      | 96,613  | 105,668 | 115,287 | 135,677 | 151,866 |
| 股本               | 0       | 0       | 0       | 0       | 0       |
| 储备               | 0       | 0       | 0       | 0       | 0       |
| 归母所有者权益          | 52,911  | 55,241  | 66,010  | 93,412  | 130,169 |
| 少数股东权益           | 0       | 0       | 0       | 0       | 0       |
| <b>负债和股东权益总计</b> | 149,524 | 160,909 | 181,297 | 229,089 | 282,035 |

| 现金流量表(百万元)     | 2020A   | 2021A   | 2022E   | 2023E   | 2024E   |
|----------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| <b>经营活动现金流</b> | 28,197  | 28,783  | 29,804  | 47,010  | 52,315  |
| 税前利润           | -7,263  | 9,455   | 14,494  | 20,697  | 29,910  |
| 折旧和摊销          | 652     | 1,495   | 1,495   | 1,495   | 1,495   |
| 营运资本变动         | 31,050  | 13,562  | 8,788   | 19,185  | 14,867  |
| 其他             | 3,759   | 4,270   | 5,027   | 5,632   | 6,042   |
| <b>投资活动现金流</b> | -38,358 | -35,562 | -10,279 | -422    | -691    |
| 其他             | -38,315 | -32,275 | -10,000 | -0      | -0      |
| 融资活动现金流        | 51,799  | -1,875  | 0       | 0       | 0       |
| <b>股权融资</b>    | 37,869  | 0       | 0       | 0       | 0       |
| 银行借款           | 906     | -1,875  | 0       | 0       | 0       |
| 其他             | 13,024  | 0       | 0       | 0       | 0       |
| 汇率变动对现金的影响     | -140    | -145    | 0       | 0       | 0       |
| <b>现金净增加额</b>  | 41,498  | -8,800  | 19,525  | 46,587  | 51,624  |
| <b>期末现金总额</b>  | 74,844  | 66,044  | 85,569  | 132,156 | 183,780 |
| <b>资本开支</b>    | -43     | -3,287  | -279    | -422    | -691    |

数据来源: Bloomberg、开源证券研究所

(备注:2022年8月5日汇率 美元:人民币=6.7461)

| 利润表(百万元)        | 2020A   | 2021A   | 2022E   | 2023E   | 2024E   |
|-----------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| <b>营业收入</b>     | 59,492  | 93,950  | 111,710 | 140,797 | 172,642 |
| 营业成本            | -19,279 | -31,718 | -31,213 | -39,423 | -48,340 |
| 营业费用            | -41,195 | -44,802 | -50,270 | -60,543 | -70,783 |
| 管理费用            | -1,507  | -1,541  | -2,234  | -2,816  | -3,453  |
| 其他收入/费用         | -6,892  | -8,993  | -14,522 | -18,304 | -20,717 |
| <b>营业利润</b>     | -9,380  | 6,897   | 13,471  | 19,712  | 29,349  |
| 净财务收入/费用        | 1,698   | 1,831   | 2,234   | 2,816   | 3,453   |
| 其他利润            | 419     | 728     | 2,234   | 2,816   | 3,453   |
| <b>除税前利润</b>    | -7,263  | 9,455   | 14,494  | 20,697  | 29,910  |
| 所得税             | 0       | -1,934  | -3,445  | -4,646  | -6,345  |
| 少数股东损益          | 0       | 0       | 0       | 0       | 0       |
| <b>归母净利润</b>    | -7,180  | 7,769   | 14,494  | 20,697  | 29,910  |
| <b>EBITDA</b>   | -5,767  | 11,671  | 18,498  | 25,343  | 35,392  |
| <b>扣非后净利润</b>   | -2,965  | 13,830  | 19,521  | 26,329  | 35,953  |
| <b>EPADS(元)</b> | -2.39   | 9.99    | 13.52   | 17.71   | 23.48   |

| 主要财务比率         | 2020A  | 2021A  | 2022E  | 2023E | 2024E |
|----------------|--------|--------|--------|-------|-------|
| <b>成长能力</b>    |        |        |        |       |       |
| 营业收入(%)        | 97.4   | 57.9   | 18.9   | 26.0  | 22.6  |
| 营业利润(%)        | -15.8  | -173.5 | 95.3   | 46.3  | 48.9  |
| 归属于母公司净利润(%)   | 3.0    | -208.2 | 86.6   | 42.8  | 44.5  |
| <b>获利能力</b>    |        |        |        |       |       |
| 毛利率(%)         | 67.6   | 66.2   | 72.1   | 72.0  | 72.0  |
| 净利率(%)         | -5.0   | 14.7   | 17.5   | 18.7  | 20.8  |
| ROE(%)         | -11.9  | 10.3   | 15.2   | 17.0  | 18.9  |
| ROIC(%)        | -233.2 | -29.2  | -109.6 | 82.5  | 41.8  |
| <b>偿债能力</b>    |        |        |        |       |       |
| 资产负债率(%)       | 64.6   | 65.7   | 63.6   | 59.2  | 53.8  |
| 净负债比率(%)       | -34.2  | -8.6   | -17.7  | -40.7 | -57.2 |
| 流动比率           | 1.8    | 1.7    | 1.8    | 1.9   | 2.0   |
| 速动比率           | 1.1    | 1.0    | 1.1    | 1.2   | 1.3   |
| <b>营运能力</b>    |        |        |        |       |       |
| 总资产周转率         | 0.5    | 0.6    | 0.6    | 0.6   | 0.6   |
| 应收账款周转率        | 18.0   | 22.1   | 24.2   | 25.7  | 26.4  |
| 应付账款周转率        | 7.9    | 11.9   | 16.3   | 18.6  | 20.2  |
| 存货周转率          | 0.0    | 0.0    | 0.0    | 0.0   | 0.0   |
| <b>每股指标(元)</b> |        |        |        |       |       |
| 每股收益(最新摊薄)     | -2.4   | 10.0   | 13.5   | 17.7  | 23.5  |
| 每股经营现金流(最新摊薄)  | 22.7   | 20.8   | 20.6   | 31.6  | 34.2  |
| 每股净资产(最新摊薄)    | 48.5   | 54.2   | 66.0   | 82.0  | 103.1 |
| <b>估值比率</b>    |        |        |        |       |       |
| P/E            | -144.8 | 34.6   | 25.6   | 19.5  | 14.7  |
| P/B            | 7.1    | 5.7    | 5.2    | 4.0   | 3.1   |

### 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为境内专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非境内专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

### 分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

### 股票投资评级说明

|                                                                                                                                                                                                                                                                                            |                |                       |
|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----------------|-----------------------|
|                                                                                                                                                                                                                                                                                            |                |                       |
| 证券评级                                                                                                                                                                                                                                                                                       | 买入（Buy）        | 预计相对强于市场表现 20%以上；     |
|                                                                                                                                                                                                                                                                                            | 增持（outperform） | 预计相对强于市场表现 5%~20%；    |
|                                                                                                                                                                                                                                                                                            | 中性（Neutral）    | 预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动； |
|                                                                                                                                                                                                                                                                                            | 减持             | 预计相对弱于市场表现 5%以下。      |
| 行业评级                                                                                                                                                                                                                                                                                       | 看好（overweight） | 预计行业超越整体市场表现；         |
|                                                                                                                                                                                                                                                                                            | 中性（Neutral）    | 预计行业与整体市场表现基本持平；      |
|                                                                                                                                                                                                                                                                                            | 看淡             | 预计行业弱于整体市场表现。         |
| 备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。 |                |                       |

### 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

## 开源证券研究所

### 上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层  
邮编：200120  
邮箱：research@kysec.cn

### 深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层  
邮编：518000  
邮箱：research@kysec.cn

### 北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层  
邮编：100044  
邮箱：research@kysec.cn

### 西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层  
邮编：710065  
邮箱：research@kysec.cn