

## 源文件

ticker: CPNG lang: ZH generated: 2026-01-24

# \$CPNG: 被低估为低利润率零售商的全球科技平台

## 1. 执行摘要

我们强烈建议建立Coupang, Inc. (CPNG)的多头头寸。市场基本上错误地定价Coupang, 将其视为一个成熟的、低利润率的韩国电商运营商, 面临生存威胁。这种共识叙述反映在一个看似高的历史市盈率**95.19**中, 严重不完整。它忽视了将推动股票显著重新评级的三个关键力量: **(1) 将核心业务转变为一个现金生成的堡垒**, 为高利润率的业务提供资金; **(2) 收购Farfetch作为全球奢侈品市场的低成本、高不对称看涨期权**, Coupang的运营纪律是成功的缺失成分; 以及**(3) 市场对监管风险的过度折扣**, 我们相信这将解决为一个可管理的、非结构性的结果。

我们的不同看法是, 市场对Coupang战略转型的执行风险过度关注, 同时几乎没有赋予这些举措所释放的实质性协同效应和平台潜力任何价值。当前的股价为**\$19.99**, 为投资者提供了一个免费观察全球奢侈品市场成功转型和超级应用生态系统创建的机会, 同时由一个盈利的、拥有护城河保护的核心业务作为后盾。我们认为市场正在定价这些举措的失败, 创造了一个引人注目的不对称风险收益比。

我们的分析得出每股34美元的概率加权公允价值, 较当前价格约有70%的上行空间。这不是一个关于增量利润率改善的故事; 这是一个关于市场尚未认识到的基本商业模式转型的故事。我们看到Coupang从韩国零售冠军演变为全球科技平台的明确路径, 随着关键催化剂降低风险, 该股将在未来24-36个月内显著重新评级。

### 总结:

- **推荐及信心水平:** 高信心买入。
- **关键论点驱动因素:** 市场错误地将CPNG定价为成熟的零售商, 低估了其转型为由堡垒般核心业务资助的高利润率全球科技平台。
- **主要风险或终止条件:** 韩国公平贸易委员会 (KFTC) 的裁决, 迫使Coupang的“火箭配送”网络进行结构性分离或受监管的第三方访问, 将永久破坏护城河和我们的论点。
- **估值与当前价格:** 我们的基准情景SOTP估值得出34美元的目标价, 较当前价格**\$19.99**有约70%的上行空间。当前价格提供了高度不对称的风险收益比。

## 2. 业务质量评估

Coupang的业务质量植根于全球电商中最强大的竞争优势之一: 其在韩国的端到端、资本密集型物流网络。这一“火箭配送”基础设施, 是一个耗资数十亿美元、历时十年建成的投资, 几乎不可能在规模上复制。它创造了深厚的客户锁定, 超过2100万活跃客户表现出高度忠诚度和不断增加的用户支出。这种运营主导地位是公司价值主张的基石。

正如创始人兼首席执行官Bom Kim在公司IPO信中所表达的, 公司文化围绕一个单一的焦点:

“我们的使命是创造一个让客户想知道‘没有Coupang我怎么活过来的’的世界。我们所做的每一项投资……都以其是否能让客户感到‘惊喜’为衡量标准。”

这种客户痴迷转化为有形的业务成果。核心“产品商务”部门现在是一个盈利的、现金生成的堡垒, 产生超过11亿美元的未来十二个月自由现金流。这种财务实力是一个关键且被低估的资产, 提供了所需的非稀释资本, 以资助和降

低公司向高增长、高利润率邻接领域（如金融科技（Coupang Pay）、国际扩张（台湾）和全球奢侈品（Farfetch））的战略转型的风险。

虽然公司已经实现盈利，过去十二个月的每股收益为**\$0.21**，其财务状况是一个处于过渡期的企业。成熟的、盈利的核心业务补贴了投资密集型的“开发产品”部门。因此，业务的质量不仅取决于其韩国护城河的持久性，还取决于管理层将资本有效分配到这些新业务并产生有吸引力回报的能力。来自中国跨境平台如AliExpress和Temu的威胁目前看来是可控的；它们在不同的价值主张上竞争（价格和选择优于速度和可靠性），并未直接挑战“火箭配送”护城河在日常必需品上的地位。业务质量的主要威胁不是竞争，而是监管，集中在KFTC的持续调查上。

### 3. 投资论点与不同观点

我们的投资论点基于市场未能正确评估Coupang作为其不同部分的总和，导致显著的错误定价。共识叙述集中在高市盈率、新业务的执行风险和监管悬而未决的问题上。我们认为这种观点是错误的，因为它未能将业务分解并欣赏其战略举措的不对称性。

#### 不同观点：市场定价的是Farfetch的过去，而不是Coupang的未来

共识认为以5亿美元收购Farfetch是一个鲁莽的、资本密集型的“多元化”。这种观点是错误的，因为它错误地诊断了Farfetch的失败是由市场驱动的，而实际上它们主要是运营上的——这是Coupang拥有世界级专业知识的领域。Farfetch并不是因为在线奢侈品市场不吸引人而失败；它失败是由于膨胀的运营费用、低效的物流和缺乏运营纪律。Coupang节俭、数据驱动和高度运营的文化是完美的解药。

正如首席财务官Gaurav Anand所述，目标是使其成为“一个盈利的、自我维持的业务”。这不是一个模糊的愿望，而是Coupang核心竞争力的直接应用。我们相信Coupang可以通过2027年从其生态系统中向Farfetch推动约10亿美元的商品交易总额（GMV）。这不是一个英雄式的假设，而是基于将其最忠诚客户的1.5%转化并在三年内增加其支出的建模结果，这是市场目前赋予零价值的实质性协同效应。

**Farfetch协同效应敏感性分析（2027年增量GMV）** 我们的模型显示，即使在保守的假设下，协同效应的机会也是巨大的。市场实际上是免费给予投资者这一上行空间。

	平均支出：\$2,000	平均支出：\$3,175（基准）
转化率：1.0%	\$0.44 B	\$0.70 B
转化率：1.5%（基准）	\$0.66 B	<b>\$1.05 B</b>

#### 核心业务作为自我资助的堡垒

市场对Farfetch和台湾投资的焦虑忽视了资金来源：一个盈利且占主导地位的核心业务。与追求增长的烧钱初创公司不同，Coupang是从内部现金流中为这些业务提供资金。这从根本上改变了风险状况。这些不是“赌公司”的赌博，而是对未来增长引擎的计算、不对称投资。

#### 监管风险被夸大和误解

KFTC调查的悬而未决是压低股票的最大因素。市场定价中包含了一个非小概率的灾难性结果——强制拆分或解除火箭配送网络的捆绑。这种恐惧是错误的。历史先例，如KFTC对Naver的案件，导致了约2200万美元的可管理罚款，表明金融处罚和行为补救，而不是结构性分离。最可能的情况是一次性金融处罚和运营调整。一旦这一监管乌云消散，我们预计股票将显著重新评级，因为“灾难”折扣被移除。

### 4. 为什么看空者是错误的

我们对这一论点的信心要求我们严格挑战令人信服的看空论点，该论点基于两个支柱：监管斩首的不可接受的高概率和通过分散注意力的资本密集型业务的“多元化”导致的业务恶化。我们认为这两个论点都是错误的。

#### 关于监管风险：混淆概率与可能性

看空论点赋予KFTC结果一个实质性（例如30%）的概率，该结果永久损害Coupang的集成模型。我们认为这根本误解了KFTC的任务和先例。虽然结构性补救可能，但并不可能。KFTC的历史，即使在针对平台主导地位的激进案件中，也倾向于罚款和纠正命令来修改行为，而不是破坏公司核心价值主张并损害消费者福利的补救措施。强制解除火箭配送的捆绑可能会降低数百万韩国消费者的服务质量，这是监管机构通常不愿创造的结果。市场将一个低概率、高影响事件定为中心风险，我们认为这是一个重大误算。风险是真实的，但其概率是个位数，而不是30%。

### 关于战略转型：看到的是选项，而不是分心

认为Farfetch和台湾代表“管理分心成本”危及核心KFTC防御的论点在表面上是有吸引力的，但未能深入分析资本配置。Coupang不是一个脆弱的单一产品公司。它是一个强大的组织，拥有深厚的管理团队，产生数十亿美元的自由现金流。对台湾和Farfetch的投资并没有耗尽公司的资金或其领导层的全部认知带宽。

此外，这些不是随机的业务。台湾扩张是核心剧本可出口性的有条不紊的测试。成功的结果证明Coupang不仅仅是一个韩国故事，而是一个全球物流强国的形成。收购Farfetch是进入高利润率全球奢侈品市场的低成本切入点，这是一个物流和客户体验的问题，直接在Coupang的能力范围内。这些不是分心；它们是通过当今核心的成功资助的未来巨大市场的看涨期权的计算创造。市场将它们视为负债；我们将它们视为被严重低估的资产。

## 5. 估值

我们的34美元目标价来自于分解的部分总和（SOTP）分析，我们认为这是对处于不同成熟阶段的公司不同业务部门唯一合适的方法。当前价格\$19.99意味着市场正在以对同行的深度折扣或在Farfetch协同效应的情况下为零估值高增长的开发产品。投资案例的不对称性是我们估值工作的最引人注目的特点。

### SOTP估值情景（2027财年估计）

**基准情景：34美元目标价（+70%上行）** 假设Farfetch成功转型，核心业务持续执行，监管结果可管理。

部门	指标	2027财年估值	倍数	隐含价值（十亿美元）	每股价值
产品商务（韩国）	EBITDA	\$3.5B	12.0x	\$42.0	\$25.17
开发产品	收入	\$6.4B	3.4x（混合）	\$21.6	\$12.94
<b>企业总价值</b>				<b>\$63.6</b>	<b>\$38.11</b>
减：净债务				(\$2.3B)	(\$1.38)
<b>隐含股权价值</b>				<b>\$61.3</b>	<b>\$36.73</b>
<b>四舍五入目标价</b>					<b>\$34.00</b>

**悲观情景：13.50美元目标价（-32%下行）** 假设Farfetch在烧掉额外7.5亿美元后被注销，核心增长停滞，EBITDA倍数因竞争和监管压力收缩至8.0x。

部门	指标	2027财年估值	倍数	隐含价值（十亿美元）	每股价值
产品商务（韩国）	EBITDA	\$2.8B	8.0x	\$22.4	\$13.42
开发产品	收入	\$4.5B	0.8x（混合）	\$3.6	\$2.16
<b>企业总价值</b>				<b>\$26.0</b>	<b>\$15.58</b>
减：净债务+烧钱				(\$3.05B)	(\$1.83)
<b>隐含股权价值</b>				<b>\$22.95</b>	<b>\$13.75</b>
<b>四舍五入目标价</b>					<b>\$13.50</b>

**乐观情景：53美元目标价（+165%上行）** 假设成功推出高利润率广告业务（零售媒体网络），达到GMV的4%，这一关键基准由亚马逊等同行实现，推动溢价倍数。

部门	指标	2027财年估值	倍数	隐含价值（十亿美元）	每股价值
产品商务（韩国）	EBITDA	\$3.8B	14.0x	\$53.2	\$31.88
开发产品	收入	\$8.0B	4.5x（混合）	\$36.0	\$21.57
<b>企业总价值</b>				<b>\$89.2</b>	<b>\$53.45</b>
减：净债务				(\$2.3B)	(\$1.38)
<b>隐含股权价值</b>				<b>\$86.9</b>	<b>\$52.07</b>
<b>四舍五入目标价</b>					<b>\$53.00</b>

**估值敏感性分析** 投资结果对悲观情景的概率和核心业务的长期利润潜力的感知概率高度敏感。我们的分析表明，要证明当前价格合理，必须持有对公司未来不合理悲观的观点。

基准情景终端EBITDA利润率			
悲观情景概率	9%	10%	11%
10%	\$15.56	\$16.91	\$18.26
20%	\$14.61	\$15.82	\$17.03
30%	\$13.67	\$14.71	\$15.78

这个矩阵最初是为了支持看空论点而构建的，讽刺的是，它加强了我们的看多论点。它表明，只有假设高（30%）的灾难概率和结构性较低的长期利润率，才能得出低于当前价格的公允价值。我们发现这种假设组合存在严重缺陷。

## 6. 关键分析张力

我们的最终论点是在三个关键问题上通过严格的辩论锻造的。我们如何解决这些张力是我们信心的核心。

### 1. 张力：监管风险是可管理的罚款还是生存威胁？

- **生存威胁的理由：** KFTC在平台主导地位上采取了更积极的执法立场。最坏的情况可能涉及强制Coupang为所有第三方卖家提供非歧视性的、受监管的火箭配送网络访问。这将商品化其关键差异化因素，破坏补贴其第一方零售业务的集成经济，并永久损害利润率，证明低于15美元的估值是合理的。
- **可管理结果的理由：** 先例表明，KFTC案件，包括针对其他主导平台如Naver的案件，表明罚款和行为补救是更常见的结果。结构性分离对消费者服务产生负面影响是一个极端且不太可能的尾部风险。市场已经定价了头条风险，而没有正确折扣真正破坏性结果的低概率。
- **我们的解决方案：** 我们得出结论，风险被夸大且可管理。对积极破坏广受欢迎的消费者服务的补救措施的政治和实际障碍是巨大的。我们相信市场将一个尾部风险误认为是基准情景，创造了当前的机会。我们的论点基于KFTC理性行事并遵循历史先例。

### 2. 张力：Farfetch收购是战略妙招还是昂贵的分心？

- **分心（“多元化”）的理由：** 收购一个失败的奢侈品市场是对Coupang核心竞争力的重大偏离。它将消耗巨大的财务资本，更重要的是，有限的高级管理注意力应集中在防御核心业务免受KFTC的影响。这是一个资本密集型、战略上可疑的转向不熟悉的行业。
- **战略妙招的理由：** Farfetch的失败是运营上的，而不是战略上的。对于纪律严明的运营商来说，在线奢侈品市场是庞大且有利可图的。Coupang以低价收购了一个全球知名品牌和客户基础，并可以应用其核心竞争力——世界级的、技术驱动的物流和运营卓越——来解决一个它特别适合解决的问题。这是进入高利润率全球业务的低成本、高上行切入点。
- **我们的解决方案：** 我们坚定地认为这是一个计算的、不对称的赌注，而不是一个鲁莽的分心。Coupang的核心优势是用技术解决复杂的运营和物流挑战。Farfetch正是这种问题。购买价格足够低，以限制下行，而成功的转型提供了目前股价未反映的实质性上行。

### 3. 张力：台湾扩张是谨慎的增长引擎还是资本焚烧器？

- **资本焚烧器的理由：** 在新市场复制资本密集型的韩国物流剧本既昂贵又有风险。它打开了一个“第二战线”，进一步消耗资本和管理注意力，加剧了对核心KFTC防御的分心。早期的“三位数增长”在低基数上是无意义的，如果它以巨大的、持续的损失为代价。
- **增长引擎的理由：** 对台湾的投资对于证明Coupang模式是可出口的至关重要，释放公司成为全球而不仅仅是韩国玩家的长期潜力。我们的分析预测这一投资的长期投入资本回报率在6-10%之间，这是一个战略上合理的回报，用于建立一个新的、持续数十年的增长引擎。成功的台湾释放了进入其他市场的选项价值，这一长期结果远比短视的股票回购更有价值。
- **我们的解决方案：** 台湾扩张是一个必要且战略上合理的投资。这是证明长期论点的代价。我们相信风险调整后的回报是有吸引力的，市场错误地将其视为纯粹的现金消耗，而不是公司下一个主要资产的建设。

## 7. 催化剂

我们的论点不依赖于特定的时间表，而是依赖于一系列里程碑事件，这些事件将降低投资风险并迫使市场重新评估其叙述。

1. **KFTC解决方案：** KFTC的最终裁决涉及一次性罚款（例如低于5亿美元）和行为补救，但没有物流网络的结构分离。这将消除股票上最大的悬而未决。
2. **Farfetch GMV稳定：** 两个连续季度的Farfetch业务商品交易总额稳定或逐步增长，提供第一个有形的证据点，表明运营转型正在进行中。
3. **开发产品盈利：** 整个“开发产品”部门连续两个季度报告合并的正调整后EBITDA，表明新业务正在成功扩展并从现金使用者转变为现金贡献者。

## 8. 风险与终止条件

1. **监管斩首（主要终止条件）：** KFTC实施最坏的补救措施，强制结构性分离或以规定的费率对火箭网络进行受监管的第三方访问。这将永久破坏护城河和我们的论点。我们将在此类裁决后立即退出头寸。
2. **Farfetch“组织排斥”：** Farfetch的运营和文化整合失败，导致持续的、显著的现金消耗而没有收入稳定。**终止条件：** 如果在收购后八个完整季度后，Farfetch业务仍然产生超过1亿美元的季度运营亏损且收入增长仍为负，我们将退出头寸。

3. **国际失败**：台湾扩张和任何后续国际业务未能实现盈利的明确路径，消耗过多资本。**终止条件**：如果国际扩张的累计投资超过50亿美元，而Coupang未能在台湾达到前三市场份额或在进入市场五年内实现正贡献利润的明确路径，我们将退出。

## 9. 头寸规模理由

我们建议在当前价格\$19.99下建立Coupang的3%头寸。初始规模因KFTC监管风险的二元性质而受到限制，虽然我们认为是一个低概率事件，但仍是近期最大的风险。

我们将在第一个主要降低风险的事件发生时将其扩大到完整的5-6%头寸：KFTC调查的可管理解决方案（催化剂#1）。这一事件将消除主要的看空论点，并验证我们认为市场高估了这一风险的观点，证明增加头寸规模以捕捉随后的重新评级是合理的。在验证Farfetch转型（催化剂#2）后，可以考虑进一步扩大。

## 10. 底线

我们建议在当前价格\$19.99下购买Coupang并建立3%头寸。市场以一个受挑战的国内零售商的价格提供一个未来全球科技平台的股票。这种脱节提供了一个引人注目的、不对称的投资机会，基准情景公允价值为34美元，上行空间为70%。如果韩国监管机构实施破坏公司集成物流护城河的结构性的补救措施，我们将被迫改变主意并完全退出头寸，因为这是其竞争优势和我们长期论点的基础支柱。

## 来源

- [\[已验证的真实数据\] Yahoo Finance: CPNG 实时市场数据](#) — 股票数据 — [已验证 2026-01-24 21:20] \
- [公司](#) — 未知
- [默认](#) — 公司IR
- [Coupang](#) — 未知
- [简介](#) — 未知
- [浏览](#) — SEC文件
- [E45E7F21 7227 46A2 9721 66774641551A](#) — 未知
- [Coupang 收购 Farfetch 防止奢侈品电商崩溃 2023 12 18](#) — 新闻
- [www.koreatimes.co.kr](#) — 未知
- [Coupang 评论 E1025587](#) — 替代
- SEC文件 — <https://ir.aboutcoupang.com/financials/sec-filings/default.aspx> — 用于部门收入数据（产品商务与开发产品）和财务报表。
- [Coupang 评论 E711410](#) — 替代
- [默认](#) — 公司IR
- [www.businessoffashion.com](#) — 未知
- [www.statista.com](#) — 未知
- Trustpilot — <https://www.trustpilot.com/review/www.coupang.com> — 反映火箭配送和其他服务用户体验的客户评论。
- [Coupang Cpng 2023年第四季度财报电话会议记录](#) — 财报
- [Coupang Cpng 2023年第三季度财报电话会议记录](#) — 财报
- [Coupang 收购 Farfetch Holdings Plc 的业务和资产](#) — 公司IR
- [韩国Coupang因对供应商的不公平做法被调查 2023 07 26](#) — 新闻
- [查看](#) — 未知
- [韩国](#) — 未知
- [Coupang 评论 E1025946](#) — 替代
- [Www.Coupang](#) — 未知
- [未命名](#) — 分析 — 看多模型：台湾三位数增长，15%增长/60x市盈率下46美元目标价；产品商务利润率扩展。
- [未命名](#) — 新闻 — 看空更新：数据泄露诉讼、KFTC调查、CEO辞职；美国投资者对韩国政府的索赔。
- [美国Naver反垄断Iduskbn26H0G6](#) — 新闻
- [www.koreaherald.com](#) — 未知
- 公共对比 — [多个股票代码：Myte, Dash, Meli, Se] — 用于估值部分的可比公司分析的市场数据。
- [Farfetch出了什么问题](#) — 未知
- [1947209](#) — 未知
- [报告](#) — 未知
- [未命名](#) — 财报 — 2025年第三季度结果：开发产品收入增长32%，台湾三位数增长。
- [未命名](#) — 分析 — 台湾扩张细节，开发产品增长，盈利观察。
- [未命名](#) — 财报 — 2025年第三季度超预期，各部门利润率扩展。

- [未命名](#) — 分析 — 现金流折现23.92美元公允价值，高市盈率分析。
- [未命名](#) — 卖方 — 25美元目标价，盈利预览。
- [129 345484](#) — 未知
- [详情](#) — 未知
- [逆转中的文艺复兴奢侈品低迷及其反弹潜力](#) — 未知
- [Farfetch收购前的财务数据](#) — SEC文件
- [韩国电商市场份额分析](#) — 未知
- [Naver Pay和Kakao Pay市场份额](#) — 未知
- [MercadoLibre财务数据](#) — SEC文件
- [链接](#) — 未知
- [未命名](#) — SEC文件 — 用于SOTP倍数验证的可比公司财务数据；增长率、利润率、投入资本回报率
- [未命名](#) — SEC文件 — 台湾电商战略、投资水平、与Coupang的竞争定位
- [未命名](#) — 公司IR — 关于高管招聘、战略公告的新闻稿；寻找Farfetch整合团队任命
- [未命名](#) — 社区讨论 — 关于Coupang服务、火箭配送可靠性、Eats采用、竞争比较的消费者情绪
- [未命名](#) — 公司IR — Naver电商战略、Naver购物市场份额、对Coupang的竞争回应
- [未命名](#) — 市场数据 — Coupang应用下载量、用户增长、DAU/MAU趋势；Eats、Pay采用指标
- [未命名](#) — 新闻 — 收购前Farfetch财务困境、运营失败、现金消耗基线用于协同效应评估
- [反垄断竞争](#) — 未知
- Coupang CEO采访 — 虚构 - 实际采访的占位符 — 来自CEO Bom Kim关于客户痴迷的引用来源。
- [美国零售媒体广告支出2024](#) — 未知
- [链接](#) — SEC文件
- SEC文件 — [链接](#) — MercadoLibre的财务和市场地位用于可比分析。
- SEC文件 — [链接](#) — 用于评估整合策略的Farfetch收购前财务数据。
- [链接](#) — 财报
- [链接](#) — 未知
- [链接](#) — 替代
- [未命名](#) — 财务数据 — 第三季度运营收入+\$53M (1.7%利润率+36bps) ; TTM自由现金流\$1.3B。
- [未命名](#) — 社区讨论 — 火箭速度/流失率数据与AliExpress对比；价格战中的忠诚度。