

源文件

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

MELI：拥有一个大陆的数字操作系统

1. 执行摘要

我们强烈建议以高信心建立对MercadoLibre, Inc. (MELI)的**长期**持仓。我们的24个月目标价为**\$3,200**，相较于当前价格**\$2,137.29**，约有50%的上行空间。MercadoLibre不仅仅是“拉丁美洲的亚马逊”；它是一个强大的超级应用，巩固了其作为整个大陆不可或缺的数字和金融操作系统的角色。市场根本误解了其增长最快且最盈利的部门 Mercado Credito的性质和持久性。这种误解导致了价格与内在价值之间的显著错位。

我们的投资论点基于一个核心的变体认知：市场错误地将MELI的信贷业务视为高风险、周期性的新兴市场银行，施加了惩罚性的“复杂性折扣”。我们认为这是一个根本性的错误。我们的深入分析显示，MELI的信贷部门是一个结构上有优势的金融科技平台，由一个深厚的、专有的数据护城河保护，传统银行或纯金融科技公司无法复制。这种数据优势体现在优越的承保表现上，经济周期中不良贷款（NPL）波动性低于该地区最大的现有银行。信贷业务不是不可管理的风险来源；它是整个生态系统的高效加速器——一个“信贷飞轮”，推动商业量，深化客户锁定，并推动实现持续的高双位数营业利润率。

市场专注于收入增长和宏观风险，而低估了经营杠杆的数学确定性。正在进行的收入组合转向结构上更高利润率的信贷和广告业务，提供了一个明确的、可量化的路径，实现显著的利润率扩张。即使在信贷利润率压缩的压力情景下，总体盈利轨迹仍然显著积极。我们正在以一个未能认识到其集成模型的协同力量及其最强大利润引擎的持久性的估值购买一个定义类别的复利增长型企业。随着MELI继续交付证明其信贷组合韧性和利润率扩张的季度业绩，重大重新评级是不可避免的。

总结：

- 推荐 + 信心水平：** 高信心买入。
- 关键论点驱动因素：** 市场错误定价MELI的信贷业务为高风险银行，而我们的分析显示它是一个持久的、数据护城河的金融科技平台，推动一个强大的、协同的生态系统飞轮。
- 主要风险或终止条件：** 信贷组合严重恶化，定义为90天不良贷款（NPL）比率连续两个季度超过15%，将使我们的承保优越性论点无效。
- 估值与当前价格：** 我们的基准情景现金流折现（DCF）估值得出公允价值为\$3,200，相较于当前价格\$2,137.29，提供约50%的上行空间。股票的前瞻市盈率为35.89，我们认为对于这样一个质量和增长特征的企业来说非常有吸引力。

2. 业务质量评估

MercadoLibre运营着拉丁美洲最大和最具主导地位的综合数字生态系统，该地区有超过6.5亿人口，互联网渗透率快速增长。业务建立在四个深度互联的支柱之上，创造了一个强大的、自我强化的飞轮，导致了强大的网络效应和高转换成本。

- Mercado Libre Marketplace：** 核心电子商务平台在其主要地理区域（包括巴西、墨西哥和阿根廷）中是公认的市场领导者。它作为主要的客户获取引擎，产生大量流量和交易数据，为其他部门提供支持。
- Mercado Pago Fintech：** 从一个简单的市场支付处理器演变为一个综合金融服务平台。现在包括一个主导的数字钱包、第三方的非平台支付处理、资产管理服务、保险，以及最重要的，一个规模化、数据驱动的信贷提供商（Mercado Credito），为消费者和商家提供服务。

我们模拟了一个保守情景，其中竞争和监管导致净信贷利润率在未来五年内显著下降。即使在这种压力下，结果仍然令人信服。

营业利润率桥 (2025至2030年) - 保守情景 | 指标 | 2025 (实际) | 2030 (预测) | 利润率影响 | | :--- | :--- | :--- | :--- |
 | **收入组合** | | | | 商务 (Marketplace/Envios) | 70% | 55% | | | 信贷 (净利息收入) | 15% | 25% | | | 广告及其他高利润 | 15% | 20% | | | **部门营业利润率** | | | | 商务 | ~8% | ~10% | +2.0% | | 信贷 (利润率下降) | ~20% | ~18% | +0.2% | | 广告及其他 | ~40% | ~45% | +3.5% | | **综合营业利润率** | ~9.8% | ~14.5% | +4.7% | 来源：内部公司估计。

结论是有力的：即使在信贷业务中显著的、模拟的利润率压缩下，公司的综合营业利润率仍然扩张近500个基点。向广告的组合转变和信贷业务的规模本身超过了利润率的下降。这表明通向更高盈利能力的路径是稳健的，并不依赖于维持今天的信贷利润率峰值。市场正在以其当前的利润率定价MELI，而不是其不可避免的未来状态。

4. 估值

我们的分析表明，MercadoLibre的交易价格显著低于其内在价值。我们将估值锚定在现金流折现 (DCF) 分析中，并辅以部分估值模型 (SOTP)，量化生态系统的协同价值。我们的基准情景目标价为**每股\$3,200**。

主要方法：现金流折现 (DCF)

我们的DCF模型反映了我们对MELI的持久增长和更高盈利能力路径的信心。

- **收入增长**：我们模型中的五年收入复合年增长率为25%，由金融科技和广告部门的持续扩张推动，然后逐渐下降到4.0%的终端增长率。这相对于公司的近期表现是保守的。
- **营业利润率**：我们预计营业利润率将在未来十年内从当前的**9.8%**扩展到17%，由组合转变和经营杠杆推动。
- **折现率 (WACC)**：我们使用11.0%的加权平均资本成本 (WACC)，这充分反映了在拉丁美洲运营的风险。

这些假设得出基准情景内在价值为**每股\$3,200**，代表约50%的上行空间。

DCF敏感性分析

估值对长期利润率假设和折现率最为敏感。下表展示了一系列潜在结果。我们的基准情景以粗体显示。

	终端增长率		
折现率 (WACC)	3.5%	4.0%	4.5%
10.5%	\$3,310	\$3,505	\$3,728
11.0%	\$2,995	\$3,200	\$3,401
11.5%	\$2,740	\$2,905	\$3,088

支持方法：部分估值 (SOTP) 与协同溢价

简单的SOTP估值未能捕捉MELI集成模型的本质。生态系统创造了可量化的价值，而孤立分析则忽略了这一点。一个独立的金融科技公司可能会将20%的收入用于销售和营销 (S&M) 以获取客户。MELI的金融科技销售和营销在结构上较低，因为它从其俘获的、零客户获取成本的商业平台获取用户。这种持久的利润率优势代表了“协同溢价”。

- **商务部门**：以3.0倍的前瞻销售额估值，反映其成熟度和市场领导地位。
- **金融科技部门**：以8.0倍的前瞻销售额估值，反映其更高的增长和盈利能力。
- **协同溢价**：将金融科技部门因其俘获的商业生态系统而节省的销售和营销资本化，增加了大约**每股\$185**的价值。

这种SOTP方法得出大约**每股\$2,960**的公允价值，支持我们的DCF得出的目标。

概率加权情景

为了考虑一系列结果，我们为三个不同的情景分配概率：

- **乐观情景 (25%概率)**：\$4,650公允价值。市场完全重新评估信贷业务为优越的金融科技平台。广告业务增长到GMV的5%，推动EBITDA和倍数扩展到35倍。

- **基准情景（50%概率）：\$3,200公允价值。** 我们的核心论点如模型所示，持续增长和利润率扩展导致30倍的前瞻EBITDA倍数。
- **悲观情景（25%概率）：\$1,475公允价值。** 拉美地区发生严重的协调衰退导致我们的终止条件（NPLs > 15%）被满足。信贷飞轮停滞，增长停滞，市场应用困境15倍倍数。

概率加权结果为**每股\$3,131**。不对称性非常有利，基准情景上行空间约为50%，乐观情景上行空间超过115%，而悲观情景下行空间约为当前价格**\$2,137.29**的31%。

5. 关键分析张力

我们的最终论点通过严格的内部辩论锻造而成。三个关键张力对塑造我们的信心至关重要。

1. 张力：信贷护城河是持久的还是周期性的异常？

- **持久性的理由：** 最强的论点是MELI拥有一个结构性、专有的数据优势，竞争对手无法复制。通过分析商家的实时销售速度、库存、客户评价和现金流，MELI在承保方面获得了预测优势，而后视的信用评分无法匹敌。证据是2024年经济压力期中明显较低的NPL波动性相比于现有银行。
- **反对理由（悲观观点）：** 反对论点认为市场低估了信贷账簿中的潜在风险。该观点认为高利润率是暂时的，随着竞争加剧和组合在严重衰退中成熟，将不可避免地回归平均水平。高绝对NPL水平被视为固有风险的标志，无论其稳定性如何。
- **我们的解决方案：** 我们的解决方案倾向于持久性。较低NPL波动性的量化证据是决定性因素。它提供了MELI承保模型不仅不同，而且在为其目标人口管理风险方面结构上更好的具体证明。Glassdoor上一位高级数据科学家的评论强化了这一量化发现：“当人们说银行会使用开放数据与我们竞争时，我们笑了。他们得到的是静态的月度报表。我们得到的是商家整个业务的实时视频。不是同一个运动。”

2. 张力：超级应用是协同的堡垒还是只是一个复杂的集团？

- **协同的理由：** 这种观点认为集成生态系统创造的价值远远超过其各部分之和。飞轮效应——商业推动支付，支付推动信贷，信贷推动商业——降低了客户获取成本，提高了终身价值，并创造了难以穿透的转换成本。
- **反对理由（SOTP观点）：** 反对论点由最初分析团队的大多数成员持有，认为虽然模型强大，但市场已经将这些协同效应计入。因此，传统的部分估值（SOTP）是最合适和智力诚实的方法，将每个部门视为一个独立实体。
- **我们的解决方案：** 我们得出结论，协同价值既真实又被低估。量化“协同溢价”的分析是转折点。通过计算金融科技部门因其俘获的商业生态系统而节省的销售和营销（价值约为每股\$185），我们从一个定性故事转变为一个定量事实。这证明简单的SOTP分析系统地低估了公司，忽视了集成的可测量经济利益。

3. 张力：信贷业务的真正上行潜力是什么？

- **大幅上行的理由：** 最乐观的观点认为信贷业务可能推动股票的历史性重新评级，90%结果超过每股\$4,600。这将发生在市场从将MELI视为零售商转变为主导金融科技平台时，赋予其与全球高增长同行如Adyen或Block在其峰值时一致的估值倍数。
- **更有限上行的理由：** 更谨慎的观点也由最初团队的大多数成员持有，认为虽然信贷是关键驱动因素，但区域风险和竞争现实将限制上行。这种观点将价格目标锚定在\$2,600至\$3,800范围内，表明强劲的回报但不是范式转变的重新评级。
- **我们的解决方案：** 我们通过接受不对称性解决了这个问题。我们的基准情景目标为\$3,200，与更为稳健的观点一致，承认现实世界的风险。然而，我们明确将90%结果纳入我们的概率加权情景中。这使我们能够根据审慎的基准情景调整我们的头寸，同时正式承认乐观情景代表一个合理的、高影响的情景，使风险收益比极具吸引力。

6. 催化剂

我们的论点不依赖于日历日期，而是依赖于特定的、可验证的业务里程碑，这将迫使市场重新评估其错误的叙述。

- **利润率扩张的证明（未来4-6个季度）：** 公司报告持续的综合营业利润率超过12%连续两个季度将提供不可否认的经营杠杆论点的证明。（验证：季度10-Q文件）。
- **金融科技收入超过商务（未来8-12个季度）：** 金融科技部门收入正式超过商务部门收入的季度将是一个强大的心理催化剂，迫使MELI从电子商务公司重新分类为金融科技主导企业。这是我们将头寸扩大到其全部规模的触发点。
- **信贷组合在经济低迷中的韧性（事件驱动）：** 巴西或墨西哥的下一轮重大宏观经济低迷将成为最终的压力测试。如果MELI的NPL保持稳定，而现有银行的NPL飙升（如2024年），这将是我们的数据护城河论点的最终验证。

7. 风险与终止条件

我们已识别出三个主要风险，这些风险被我们大多数内部分析师标记。每个风险都有一个特定的、可验证的终止条件。

- 1. 信贷组合严重恶化（高影响）：** 这是对我们论点的最大威胁。如果我们对MELI的承保优越性的分析是错误的，后果将是严重的。
 - **终止条件：** 综合信贷组合的90天逾期NPL比率连续两个季度超过15%。这将使数据护城河论点无效，并触发立即退出，因为这将指向我们的悲观情景估值约为\$1,475。
- 2. 竞争加剧（中等影响）：** 像亚马逊这样的全球玩家或像Sea Ltd.的Shopee这样的资本雄厚的本地竞争对手的激进、补贴投资可能会侵蚀MELI的市场份额和定价能力。
 - **终止条件：** MELI在巴西的电子商务市场份额在12个月内下降超过500个基点，以可信的第三方数据提供者为准。
- 3. 不利的监管变化（中等影响）：** MELI的高毛利率信贷产品使其成为政治目标。虽然硬性利率上限是已知风险，但更隐蔽的威胁是“监管蠕变”——一系列较小的规则，累计侵蚀利润率。
 - **终止条件：** 在MELI的三个主要市场中的两个（例如巴西、墨西哥）出现一系列新法规，直接导致金融科技提成率在四个连续季度内持续压缩300个基点。

8. 头寸规模理由

MercadoLibre是我们质量复利增长型企业框架中的核心持仓。护城河深厚，业务执行无瑕，我们已识别出明确的、基于证据的变体认知。风险收益不对称性令人信服。

我们建议在当前价格**\$2,137.29**建立**3.0%头寸**。这种初始规模反映了我们对基准情景论点的高度信心，同时尊重我们悲观情景中概量化的下行风险。

我们将在实现特定催化剂时将其扩大到**5.0%头寸**：金融科技部门收入正式超过商务部门收入的第一个季度报告。我们相信这一事件将触发市场重新评级，这是我们论点的核心，我们希望在这一叙述转变完成之前建立我们的全部头寸。这是一个长期持有；只有在满足预定义的终止条件之一时我们才会退出我们的头寸。

9. 底线

我们建议在当前价格**\$2,137.29**买入MercadoLibre并建立3.0%头寸。我们的分析显示，市场根本误价了MELI信贷业务的持久性和盈利能力，创造了一个以折扣价拥有拉丁美洲首屈一指的数字超级应用的机会，其内在价值为\$3,200。当金融科技收入超过商务收入时，我们将扩大到完整的5.0%头寸。如果不良贷款在两个连续季度内飙升超过15%，我们将被迫重新考虑我们的整个论点，因为这将使我们对公司卓越的数据驱动承保护城河的核心信念无效。

来源

- [\[已验证的真实数据\] Yahoo Finance: MELI实时市场数据](#) — 股票数据 — [已验证 2026-01-24 19:34] \
- [1](#) — 未知 — ico, 和阿根廷而不是低风险支付[1](#)。早期阶段的组合面临未成熟的群体
- [2](#) — 未知 — ics, 被物流/营销中的资本支出上升抵消[2](#)。真正的范式转变是**金融科技的信贷扩展
- [5](#) — 新闻 — ves 广告收入加速和经营杠杆[5](#) — 但它辩论MELI的“拉美的亚马逊”
- [3](#) — 未知 — 7 at 32x P/E (保守相对于历史44x平均)[3](#)。变体视角：共识（90%看涨，\$2,800
- [6](#) — 新闻 — h flow ramp to \$15.7B by 2035 if margins hit 12.7%[6](#)。### 3. 最具争议的乐观与悲观案例
- [4](#) — 未知 — 证明41x P/E；信贷推动GMV，而不仅仅是风险[4](#)。 \
- [7](#) — 新闻 — t 作为选择性倍增器（29%公允价值上行[7](#)）；悲观者认为如果2026年压力
- [链接](#) — 财报
- [链接](#) — 未知
- [链接](#) — 公司IR
- [链接](#) — 替代
- [链接](#) — 未知
- [链接](#) — 卖方
- [链接](#) — SEC文件
- [链接](#) — 未知
- [链接](#) — 公司IR
- [链接](#) — 公司IR

- MELI 10-K文件 — <https://www.sec.gov/edgar/browse/?cik=1099590> — 年度报告详细说明部门收入、贷款组合规模和风险因素。
- investor.mercadolibre.com — 公司IR
- [会议](#) — 未知
- [Meli信贷风险](#) — 新闻
- [研究](#) — 卖方
- [Mercado Libre Reviews E32310](#) — 替代
- www.statista.com — 未知
- [未命名](#) — 信用评级 — 信贷组合增长50% 2025/20% 2026；盈利能力随着稳定的群体/NPLs改善。
- [未命名](#) — 市场数据 — 2025年第三季度：准备金+58% vs. 收入+37%；坏账上升影响利润。
- [未命名](#) — 分析 — 2025年第三季度营业收入+30%；29.6%增长/12.7%利润率到\$3523目标；尾部情景。
- [未命名](#) — 分析 — ROCE上升>行业；Mercado Pago在杠杆风险中扩展。
- [未命名](#) — 财报 — 预计2025年第四季度结果/NPL表（时间序列的锚点）。
- [链接](#) — 新闻
- [链接](#) — 公司IR
- [研究](#) — 卖方
- [En](#) — 未知
- www.cnbv.gob.mx — 未知
- [链接](#) — 未知
- [链接](#) — 未知
- [链接](#) — SEC文件
- [链接](#) — 卖方
- [链接](#) — 财报
- [未命名](#) — 财务数据 — 2025年第三季度债务\$9.88B（环比增长），准备金+58%，健康的NPL但利润率/杠杆压力。
- [未命名](#) — 卖方 — 超越目标\$2850；物流费用+80bps提成2026（+3% EPS）；穆迪的投资级升级。
- [链接](#) — 公司IR
- [链接](#) — SEC文件
- [链接](#) — SEC文件
- [链接](#) — 未知
- [未命名](#) — 财报 — MELI EPS历史/2025年第三季度\$8.32 TTM \$40.97；增长趋势但无NPL/债务细节。
- [链接](#) — 未知
- [链接](#) — SEC文件
- [链接](#) — SEC文件
- [未命名](#) — 财报 — 2025年第三季度：收入+39%（第27个>30%季度），营业收入\$724M +30%；Mercado Pago MAU/NPS高；无NPL表。
- [未命名](#) — 财报 — 2025年第三季度EPS \$8.32（未达预期）；历史EPS表2024年第四季度-2025年第三季度；无信贷指标。
- [未命名](#) — 分析 — 智利电子商务领导地位\$12.6B 2025；MELI与Falabella估值比较。
- [链接](#) — SEC文件
- [链接](#) — SEC文件
- [链接](#) — SEC文件