

## 拼多多 (PDD) 深度研究报告

## 始于社交，成于下沉，久于分化，终于需求

## 推荐 (首次)

目标价: 52.9 美元

当前价: 43.3 美元

## 华创证券研究所

证券分析师: 耿琛

电话: 0755-82755859

邮箱: gengchen@hcyjs.com

执业编号: S0360517100004

联系人: 靳相宜

电话: 010-66500831

邮箱: jinxiangyi@hcyjs.com

- ❖ **始于社交，在微信开拓的疆土上适时收割。**我们对拼多多的分析起源于微信的核心原因是: 我们看拼多多的始点涉及到了消费互联网的本质——消费互联网所有的玩法都能在现实社会中找到“原型”，因为无论线上线下，消费互联网生意的本质就是对付“人”。
- ❖ **成于下沉: 天时、地利、人和，助力拼多多打开下沉市场。**2018 年下沉市场渠道全面打开，几大电商巨头齐上场，旨在挖掘这一增量市场的发展潜力，拼多多也正是以下沉市场为基础，快速积累用户，扩大 GMV。而真正开拓了下沉市场并打开这一渠道的，是微信支付。拼多多正是乘微信支付的顺风车，唤醒沉睡的下沉市场。在天花板推算上，我们认为当前用户规模和下沉市场天花板的距离就是微信支付用户和淘宝活跃用户之间的差值。下沉市场的天花板还有大约 1.5-2 亿用户的规模。
- ❖ **久于分化: 短期来看，复购是 GMV 的核心驱动，反映了对用户消费场景的满足。**拼多多 GMV 增长的核心驱动力来自于: 新增用户与复购。我们认为拼多多与淘宝、竞争争夺的不是用户，而是同一批用户的不同场景。因此，客单价从来不是 GMV 的增长核心动力，而是用户的复购。激进的补贴政策与 GMV 的高速增长之间的关系是理解拼多多业务的核心。长期来看，我们认为补贴高端产品只是拼多多的获客手段，而并不是支撑 GMV 增长的核心动力。补贴使得用户结构更为均衡，消费需求与场景的匹配提升了整体用户的复购率
- ❖ **忠于需求: 长期来看，我们认为支撑拼多多长期发展逻辑的主要是 C2M 模式和消费行为本身的分化。**现有的 C2M 模式，与品牌和非品牌厂商进行合作，不断升级供应链，并做好精准识别和推荐，是拼多多在供给端的终极发展形态。而在需求端，我们认为拼多多的长期潜力在于在消费本身这个动作上，购物正在从意图驱动转变为场景驱动。未来拼多多可能具有两种发展路线，第一是天猫化，第二是贴地飞行的放弃提升货币化率，而聚焦规模的提升路线。
- ❖ **盈利预测、估值及投资评级。**我们认为目前还将长期处于 GMV 积累的过程，盈利拐点暂时还未可见。预计拼多多 GMV2019-2021 年三年 CAGR 为 60%。主要驱动因素为活跃买家的新增与复购率的提升。从营收来看，拼多多目前仍然在高速的增长阶段，尤其作为去中心化的流量分发平台，佣金收入短期不会提升，因此，整体货币化率提升空间不大，则营收增速与 GMV 增速直接相关。以货币化率 2.8% 左右计算，2019-2021 年三年营收 CAGR 65%。在估值逻辑上采取 P/GMV 估值和 P/活跃买家估值法。P/GMV 方法下，我们综合 2019 年阿里巴巴、京东、美团的 P/GMV 均值为 0.41，给予 2019 年全年 P/GMV 0.41 倍，对应估值为 660.3 亿美元。P/活跃买家方法下，我们认为从拼多多的用户质量与用户结构来看，参照快手的 P/活跃买家 较为合理，给予拼多多 2019 年 750 元 P/活跃买家，对应 2019 年拼多多活跃买家 5.23 亿，对应估值为 568 亿美元。综合 P/GMV 估值与 P/活跃买家估值，我们给予拼多多合理估值 614 亿美元，对应目标价: 52.9 美元，首次覆盖，给予“推荐”评级。
- ❖ **风险提示: 电商行业竞争加剧、平台面临假货风险、电商法趋严风险。**

## 主要财务指标

	2018A	2019E	2020E	2021E
主营收入(百万)	13,120	32,871	59,801	87,186
同比增速(%)	652%	151%	82%	46%
归母净利润(百万)	-10,308	-8,017	-3,168	-3,802
每股盈利(元)	-2.22	-1.72	-0.62	-0.82
市净率(倍)	27.0	10.8	5.7	3.7

资料来源: 公司公告, 华创证券预测

注: 股价为 19 年 11 月 7 日收盘价

# 目录

一、始于社交：拼多多 3 年复盘，在微信开拓的疆土上收割 .....	5
（一）社交电商的前世今生 .....	5
（二）微信流量的成功代理人：在好的时间进入，在好的时间退出 .....	6
1、BAT 的流量三国杀往事 .....	6
2、微信的反击，多家逐鹿微信电商代理人，最终成就拼多多 .....	7
二、成于下沉：天时、地利、人和，助力拼多多打开下沉市场 .....	11
（一）被唤醒的下沉市场：为什么下沉渠道会在 2018 年打开？天花板还有多高？ .....	11
1、为什么下沉渠道会在 2018 年打开：智能手机叠加微信支付是真正下沉市场的开拓者 .....	11
2、下沉市场的天花板还有多高？ .....	12
（二）懂下沉渠道的掌舵人：黄铮其人——懂流量、懂运营、懂游戏 .....	12
（三）懂下沉渠道的产品设计 .....	13
（四）供给端的下沉：淘宝天猫化过程中挤出的低端供应链成就了拼多多 .....	14
1、淘宝逐渐“天猫化”，中小商户逐渐被挤出 .....	14
2、拼多多从产品设计到流量分配，天然比京东和淘宝更配适中小商户 .....	15
（五）淘品牌、云集、拼好货，为什么是拼多多？ .....	18
三、久于分化：复购是 GMV 的核心驱动，反映了对用户消费场景的满足 .....	19
（一）GMV 增长，用户新增与复购是核心驱动力，而非客单价 .....	19
1、补贴使得用户结构更为均衡 .....	19
2、消费需求与场景的匹配提升了整体用户的复购率 .....	19
3、没有搜索、没有购物车，一切为了复购 .....	20
（二）补贴的未来？ .....	21
（三）拼多多核心商业模式：量买量的剪刀差 .....	22
四、忠于需求：长期如何看？ .....	25
（一）C2M 模式的独特：工厂、用户、平台三方获利的特殊模式 .....	25
（二）电商消费场景的丰富化带动消费需求的分层 .....	26
（三）拼多多的崛起本质上是购物从意图向场景的转化 .....	26
五、盈利分析与估值 .....	27
（一）盈利预测 .....	27
（二）估值逻辑 .....	29
六、风险提示 .....	30

# 图表目录

图表 1	社交电商玩家梳理.....	5
图表 2	阿里巴巴广告收入及占比 (亿) .....	7
图表 3	阿里巴巴佣金收入及占比 (亿) .....	7
图表 4	谷歌广告主花费行业排名 (2013 年统计) .....	7
图表 5	百度广告主 2019 年 Q1 行业投入比例 .....	7
图表 6	拼多多股权结构 (截至 2019.3) .....	8
图表 7	拼多多在微信平台发展梳理.....	8
图表 8	拼多多拼团流程.....	9
图表 9	拼多多、淘宝、京东 APP 与微信小程序对比.....	9
图表 10	阿里巴巴年度活跃买家与 MAU (亿人) .....	10
图表 11	拼多多年度活跃买家与 MAU (亿人) .....	10
图表 12	拼多多与阿里巴巴 活跃买家/MAU 比值.....	10
图表 13	腾讯投资拼多多历程.....	11
图表 14	中国智能手机普及率.....	12
图表 15	中国 4G 用户数 (亿户) .....	12
图表 16	拼多多“砍一刀”玩法设计 .....	13
图表 17	拼多多购物玩法流程.....	14
图表 18	拼多多产品设计.....	15
图表 19	阿里巴巴中国零售业务各项业务占比及增速 (百万元 RMB) .....	16
图表 20	拼多多广告佣金收入情况 (亿) .....	16
图表 21	阿里巴巴广告佣金收入情况 (亿) .....	16
图表 22	拼多多商户后台管理系统.....	17
图表 23	阿里妈妈营销产品梳理.....	17
图表 24	拼多多线上推广产品梳理.....	18
图表 25	下沉电商优势对比.....	19
图表 26	2019 年 618 各大电商用户结构.....	20
图表 27	拼多多季度新增用户城市等级分布 .....	20
图表 28	影响 ARPU 的因素 .....	20
图表 29	淘宝/京东用户购物习惯.....	21
图表 30	拼多多用户购物习惯.....	21
图表 31	现金及现金等价物净增加额 (亿) .....	22
图表 32	商户按金及应付商户款项 (亿) .....	22

图表 33	拼多多“量收剪刀差”简化模型 .....	23
图表 34	拼多多商业模式简略图 .....	23
图表 35	拼多多营收情况 (亿) .....	24
图表 36	拼多多销售与市场费用情况 (亿) .....	24
图表 37	拼多多活跃用户数及获客成本 .....	24
图表 38	拼多多 Non-GAAP 费用率 .....	24
图表 39	拼多多 Non-GAAP 营业利润及净利润 (亿) .....	25
图表 40	拼多多营销费用拆分 .....	25
图表 41	拼多多 GMV、活跃买家、ARPU 与复购预测 .....	27
图表 42	阿里巴巴 FY2010-FY2020 费用率与毛利率 .....	29
图表 43	拼多多 FY2010-FY2020 费用率与毛利率 .....	29
图表 44	拼多多 P/GMV 估值与 P/活跃买家估值 .....	29

## 一、始于社交：拼多多 3 年复盘，在微信开拓的疆土上收割

为什么拼多多的这篇深度要从社交写起，并非因为拼多多崛起于社交，而需要按照时间线来梳理，其核心原因是：我们看拼多多的始点涉及到了消费互联网的本质——消费互联网所有的玩法都能在现实社会中找到“原型”，因为无论线上线下，消费互联网生意的本质就是对付“人”。从 2015 年创立以来，黄铮始终强调拼多多核心价值是“用户”，也就是人的需求，拼多多始于社交，不论如何裂变，其不断扩张的秘诀就是始终忠于“人”的需求。砍价、拼团、助力、抽奖、秒杀、游戏，拼多多可以说集成了消费互联网对于“人”的所有套路。而社交，是这个套路的核心。

### （一）社交电商的前世今生

社交电商是什么？在社交媒体情境下借助社交网站、社交媒介、网络媒介等传播途径，利用社交媒体技术进行人际关系、商业信息流的互动，通过社交互动、用户自生内容等手段来辅助商品的购买和销售行为的新型的电子商务。

社交电商的六大基本模式：拼团、砍价、助力、抽奖、小游戏、秒杀。其中拼团、助力的本质是获客，秒杀、砍价的本质是让利，小游戏与抽奖的本质是用户留存。我们总结，社交电商的本质有两点：第一，利用流量的去中心化获客，换来极低的新用户获取成本。第二，将渠道佣金返还给用户本身进行让利。从这两个本质去看，我们就不难理解为什么是拼多多赢得了社交电商这场混战。

社交电商的发展可以分为三个阶段：起始萌芽期、快速发展期和崛起爆发期。

**起始萌芽期：**最初的社交电商起源于微博。微博上部分 KOL 和品牌通过积累一定规模的粉丝后，开始进行商业变现。他们利用微博社交或者粉丝群进行带货宣传，但是微博本身缺失支付与商品管理模块导致微博 KOL 只能做阿里巴巴的导流，而微博九宫格图文的媒体属性又使得带货的品类只能局限在服装尤其是女装这个子行业，局限性较强。

**快速发展期：**在在微博带货发展遇到瓶颈之时，拼多多和小红书等黑马凭借自己独特的社交电商模式快速崛起。2013 年成立的小红书起初建立海外购物分享社区，2014 年上线电商平台“福利社”，从社区升级电商，完成商业闭环，之后更是从跨境购物拓展到全生活领域的分享、购物平台。

拼多多在 2015 年 9 月正式上线，公司专注于 C2B 电商拼购业务，主打社交分享和低价商品。拼多多早期模式在于拼购，用户通过转发拼多多平台的购物链接，在各个微信群或朋友圈寻找拼团。辅以砍价、助力、红包等营销策略，拼多多快速进行社交裂变，大量吸引新用户，年活跃用户数在短短两年内便接近 3 亿，2017 年全年 GMV 达到 1412 亿元，成功在两大电商巨头手中取得市场的一席之地。

**崛起爆发期：**在看到社交流量的巨大价值后，电商巨头们纷纷下场布局。2016 年 7 月，苏宁拼购前身乐拼购上线；2017 年 11 月，国美正式公布“社交+商务+利益共享”零售模式；2016 年京东也开始开展拼购业务并与 2018 年正式上线京东拼购（现已改名京喜）；阿里巴巴推出淘宝特价版（现已改名天天特价），并重新重视聚划算，剑指拼购市场。于此同时，拼多多继续主攻下沉市场，业绩取得飞跃式增长，并于 2018 年在纳斯达克成功上市。截至 2018 年 6 月 30 日的 12 个月间，拼多多 GMV 达 2621 亿元，活跃买家数达 3.44 亿。

图表 1 社交电商玩家梳理

电商平台	上线时间	模式	主打商品
拼多多	2015.9	拼购	日化用品、农产品、零食、服饰等
京东拼购（京喜）	2018.3	拼购	数码 3C、家用电器、办公家具、服饰鞋包、食品生鲜等

电商平台	上线时间	模式	主打商品
聚划算	2011.9	拼购	服饰鞋包、零食生鲜、日化用品、家电数码、家纺家具等
小红书	2013.12	分享导购	起初主打海外购物，后主要面向女性服饰、箱包、彩妆、美食等
云集	2015.5	会员制、微店	美妆个护、手机数码、母婴玩具、水果生鲜等
如涵	2011.1	网红电商	时尚服饰、鞋帽皮具、数码3C、日化彩妆等
蘑菇街	2011.2	分享导购	主打女性时尚消费，服装、饰品、箱包等

资料来源：公司公告、华创证券整理

## （二）微信流量的成功代理人：在好的时间进入，在好的时间退出

如果一句话总结拼多多与微信的合作，那就是“一切在正确的时间开始，又在正确的时间及时结束”。拼多多始于腾讯急于补齐电商板块，极大地放松了站内外流量管控。2015-2016年拼多多的急速上升期，可以说是微信历史上对于站内站外流量管控的最松弛时期，而2019年微信收紧流量内容管控之时，拼多多已经成功完成了对微信流量的“清洗”。

### 1、BAT 的流量三国杀往事

行业中有一种观点，认为百度在移动互联网时代的掉队，主要原因是从 PC 向移动过渡的过程中，搜索引擎自然而然的失去了流量分发中心的位置。但是 Google 作为全球互联网搜索引擎的核心，却一直保持着北美数字广告市场的垄断地位，Google 广告收入占美国数字广告收入总体大盘占比一直维持在 37% 左右，占优绝对领导地位。回首国内巨头 BAT 的流量三国杀，**我们认为淘宝对于百度的流量封杀才是百度掉队的核心原因，也是阿里巴巴成为淘宝卖家垄断平台，成长为仅次于 Google 和 Facebook 的全球第三大广告平台的主要因素。**

2013 年 11 月淘宝首次封杀微信，这并不是阿里巴巴第一次使用流量封杀这种杀伤性武器，作为移动时代流量的绝对头部，阿里巴巴第一次使用封杀是 2008 年对百度。2008 年淘宝宣布彻底屏蔽百度搜索引擎爬虫，所有淘宝平台流量只能从阿里妈妈购买，这一方面使得阿里巴巴广告收入直线上升，成为全球领先的广告平台。直到今天，我们对百度的广告主，会发现医疗、金融、游戏、教育占据了 80% 的份额，而移动端最大的广告类别服装美妆等消费品，在百度搜索的占比极低。这次封杀极为关键，直接导致了百度在移动互联网时代的掉队，也为阿里巴巴成为世界级别的广告平台打下了坚实的基础

阿里巴巴成为淘宝平台唯一的流量卖家，需要流量的淘宝商户只能从阿里巴巴手里购买流量，这让阿里巴巴迅速成为仅次于 Google 和 Facebook 的全球第三大广告平台。纵观阿里巴巴集团中的核心零售收入板块，广告收入（即在线营销服务收入）占比始终在 50% 以上。

2013 年淘宝对微信的封杀和 2008 年如出一辙。微信非常敏锐的意识到了这种流量上的威胁，为了避免重蹈百度的覆辙，腾讯从 2014 年开始在微信平台进行了多样化的电商板块布局。这样的战略布局直接导致京东、蘑菇街、唯品会、58、艺龙同程的崛起，而最终踩对时间线的人是拼多多。

图表 2 阿里巴巴广告收入及占比 (亿)



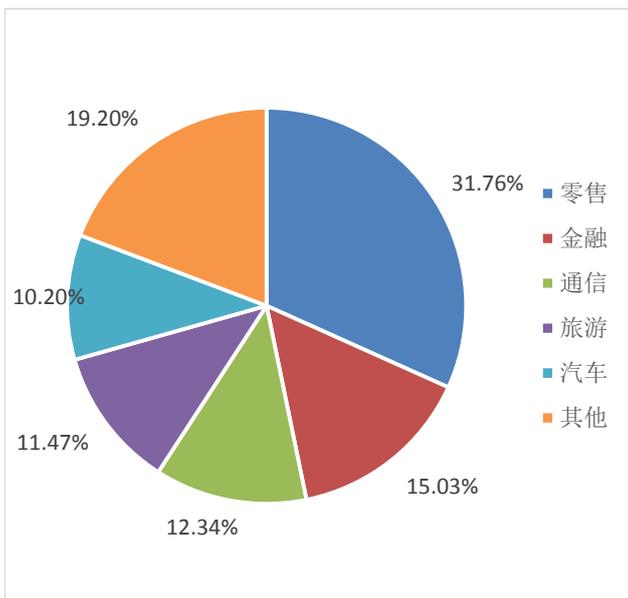
资料来源: 公司公告, 华创证券

图表 3 阿里巴巴佣金收入及占比 (亿)



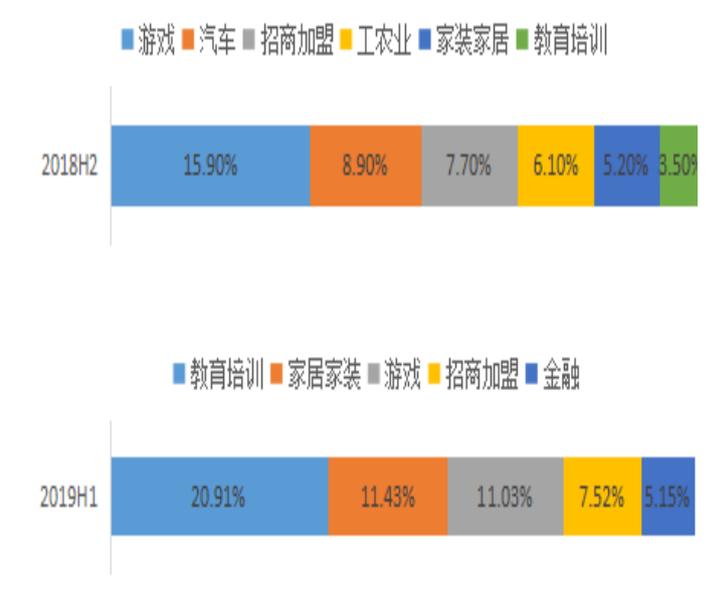
资料来源: 公司公告, 华创证券

图表 4 谷歌广告主花费行业排名 (2013 年统计)



资料来源: 公司公告, 华创证券

图表 5 百度广告主 2019 年 Q1 行业投入比例



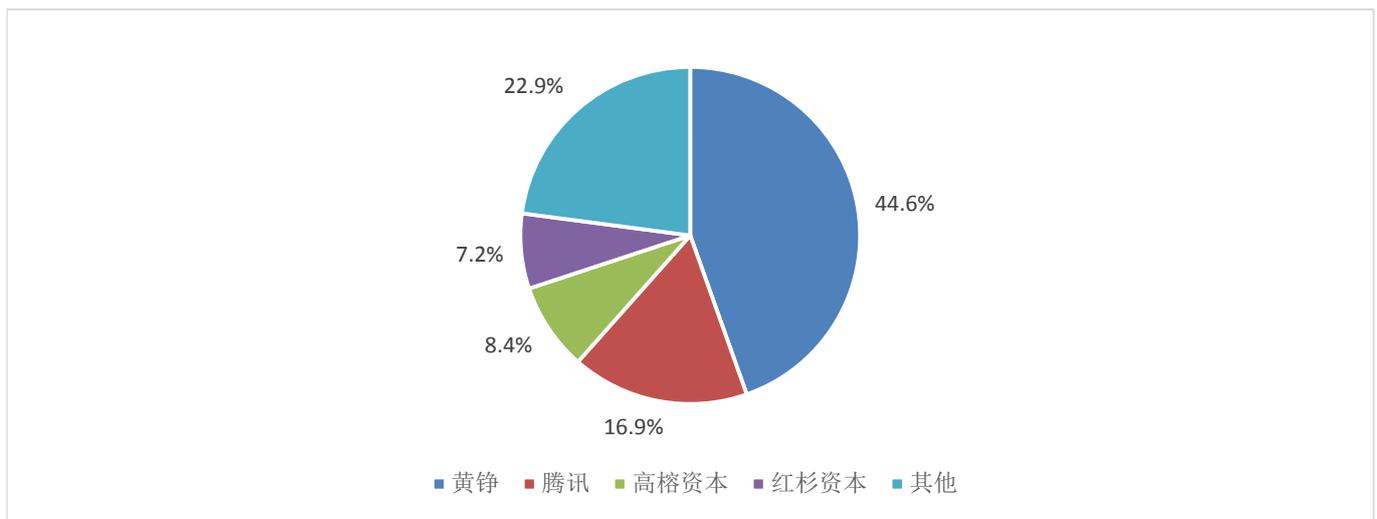
资料来源: APP Growing 《2019 年 Q1 流量平台投放洞察》, 华创证券

## 2、微信的反击, 多家逐鹿微信电商代理人, 最终成就拼多多

**楔子:** 腾讯一直期望进军电商板块, 但是自营电商业务一直表现不佳, 从拍拍网, 到 QQ 商城再到 QQ 网购, 发展最终搁浅, 于 2014 年 3 月正式把电商业务剥离给京东。

**在好的时间进入：**为了充分利用微信庞大的流量，腾讯陆续布局了多家电商平台。2014 年京东与腾讯战略合作后，腾讯就为京东开放了微信一级入口，目前京东有 1/4 的新用户来自微信。2017 年 12 月，唯品会宣布与腾讯、京东达成合作：腾讯与京东将以 8.63 亿美元认购唯品会 12.5% 股份，并且获得了微信钱包和京东 APP 两个重量型的流量入口。2018 年蘑菇街与腾讯达成了合作协议，获得微信支付和 QQ 红包的入口通道，蘑菇街正式上线前腾讯以 18% 成为其第一大股东。2016 年起，腾讯开始投资拼多多，直到拼多多正式于 2018 年登陆纳斯达克，腾讯拥有股份占比达 18.5%。2018 年 9 月，拼多多获得了微信钱包的入口。

**图表 6 拼多多股权结构（截至 2019.3）**



资料来源：公司公告，华创证券

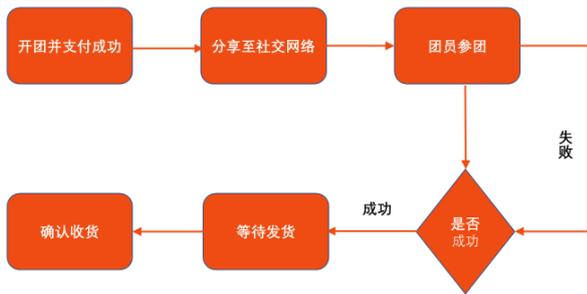
**为何拼多多能够成为大赢家？** 京东、唯品会和蘑菇街尽管都获得了微信的巨量引流，但最终指向的还是其本身的电商 APP——即社交流量的中心化，这与微信本身分散的流量分布是矛盾的。并且在微信社交流量的获取和运用方面长期处于初级阶段，并没有完全激发和获得社交裂变的流量效应。而拼多多正式上线后在微信平台上长期以轻量型的 H5、小程序、公众号形式存在，直到 2018 年才开始大规模的向自己 APP 导流，这种便利用户的商业模式让拼多多的 GMV 增长取得了不俗的成果。相比传统的 APP 引流，拼多多社群拼团的方式更能够广泛吸纳用户消费，充分利用微信的社交流量资源，带动活跃用户高速增长。

**图表 7 拼多多在微信平台发展梳理**

时间	事件
2015 年 9 月	拼多多微信公众号上线，两周后粉丝破百万
2015 年 11 月	微信公众号上线两个月，用户突破 1200 万（未投入广告）
2016 年 1 月	拼多多付费用户突破 1000 万，且单日成交额突破 1000 万
2016 年 7 月	获得微信推广的优惠和白名单
2016 年 9 月	拼多多和拼好货合并，用户破亿
2017 年 9 月	拼多多用户破 2 亿
2018 年 8 月	拼多多用户破 3 亿，成功登陆纳斯达克完成 IPO

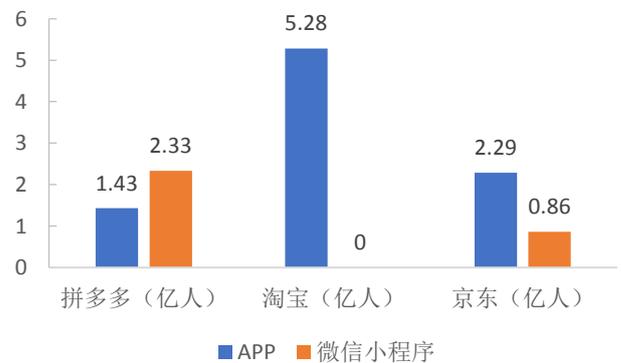
资料来源：华创证券整理

图表 8 拼多多拼团流程



资料来源：公司公告，华创证券

图表 9 拼多多、淘宝、京东 APP 与微信小程序对比



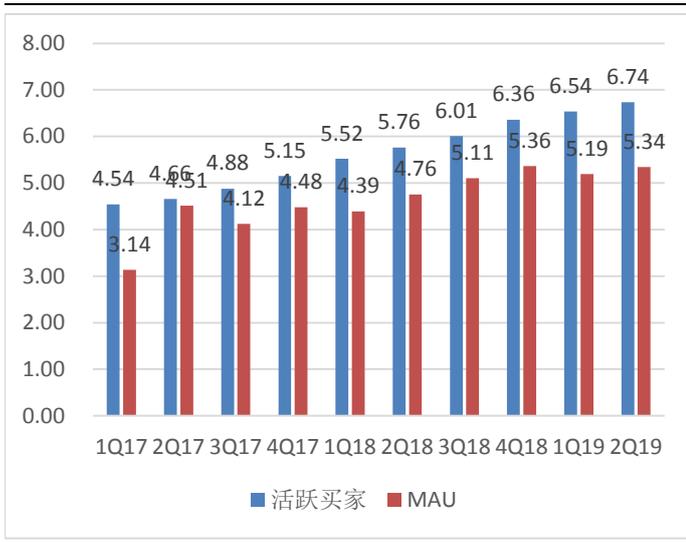
资料来源：艾瑞咨询《微信小程序洞察报告》，华创证券

**在好的时间退出：及时完成了对微信流量向站内流量的有效清洗。** 2019 年 10 月，微信发布《微信外部链接内容管理规范》，开始收紧对电商等外部链接的管理，导致大批依赖微信流量的社交电商遭遇重创，拼多多却全身而退。因为在此之前，拼多多已经成功完成了对微信流量的清洗。如何数据化这种流量的清洗过程？电商平台一般会披露年度活跃用户/交易用户数与电商 APP 的月活跃用户 (MAU) 两个指标。这两个指标有截然不同的含义，拼多多的过去 12 个月累计活跃买家是指过去 12 个月中有过在拼多多系统内购买行为的用户，而拼多多 MAU 指的是过去 12 个月平均每个月登陆过一次拼多多 APP 的移动用户。活跃买家包含了 APP 站内和站外的所有流量，因为很多拼多多买家在微信中拼团时并不需要登录拼多多 APP。因此，如果我们对比活跃买家与 MAU 的比值，可以看到站外流量向站内流量导流的趋势。从拼多多的数据来看，2017 年 Q1 比值为 453.3%，站外流量为 APP 内流量的 3 倍，而到了 2019 年 Q2，比值迅速降低为接近 132%，说明拼多多的站内流量已经逐步稳定。对比阿里巴巴的数据可以看到，APP 流量始终在全流量的 90% 左右，反映了阿里巴巴趋于稳定的平台结构。

2018 年拼多多开展了多种活动将微信线上交易和用户引向 APP。例如帮忙拆红包需要在 APP 中完成，多多果园只出现在 APP 而小程序中没有等等，这些举动极大降低了拼多多对微信的依赖，并成功完成用户引流。从拼多多活跃买家/MAU 的数据来看，2017 年到 2019Q2，这一数据逐渐缩小，说明拼多多站外的买家流量正在逐步转化为站内流量，实现了对微信流量的清洗。

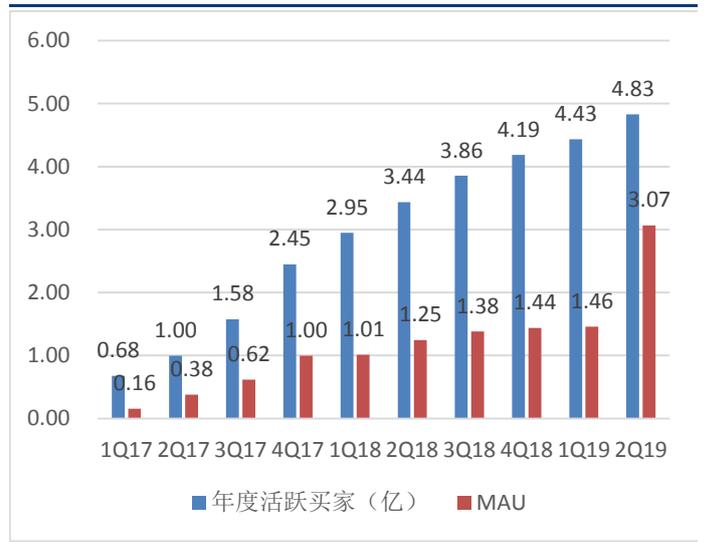
**这里需要强调的是，虽然我们看到拼多多 APP 的自生流量在加强，但拼多多依旧坚持流量分散的特点，其更多用户的是从好友分享中进入交易，而非直接从 APP 的搜索中进入交易。**

图表 10 阿里巴巴年度活跃买家与 MAU (亿人)



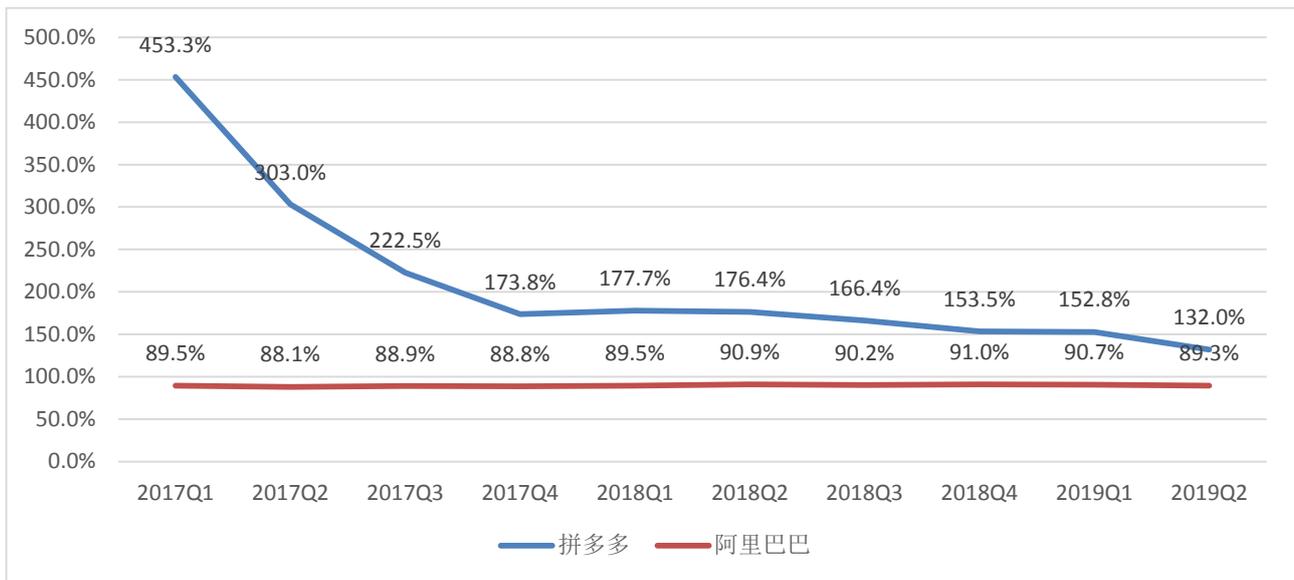
资料来源: 公司公告, 华创证券

图表 11 拼多多年度活跃买家与 MAU (亿人)



资料来源: 公司公告, 华创证券

图表 12 拼多多与阿里巴巴 活跃买家/MAU 比值



资料来源: 公司公告, 华创证券

拼多多对微信的流量清洗是幸运的, 拼多多 2.0 版本的淘集集以暴雷收场。与拼多多类似, 淘集集一直以补贴和优惠吸引新用户, 活跃用户超 1.3 亿, 但是这种疯狂烧钱的模式并没有带来用户的高留存度, 一旦无法顺利取得用户留存和补贴的平衡, 就会引发一连串的财务爆炸。

**图表 13 腾讯投资拼多多历程**


资料来源：公司公告、华创证券整理

## 二、成于下沉：天时、地利、人和，助力拼多多打开下沉市场

### （一）被唤醒的下沉市场：为什么下沉渠道会在 2018 年打开？天花板还有多高？

#### 1、为什么下沉渠道会在 2018 年打开：智能手机叠加微信支付是真正下沉市场的开拓者

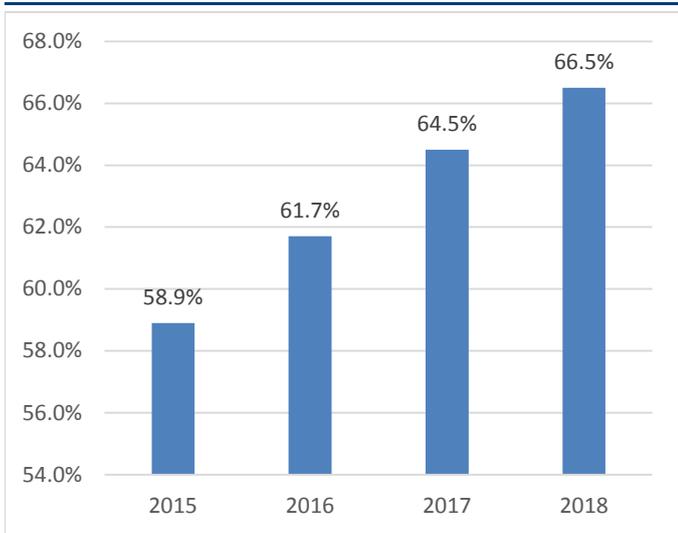
2018 年下沉市场渠道全面打开，几大电商巨头齐上场，旨在挖掘这一增量市场的发展潜力，拼多多也正是以下沉市场为基础，快速积累用户，扩大 GMV。而真正开拓了下沉市场并打开这一渠道的，是微信支付。

2013 年 8 月，财付通和微信合作推出微信支付。2014 年 9 月，腾讯宣布微信支付接口结束内测，将向所有通过认证的服务号开放，大大降低了开店的门槛。2014 年 1 月，微信正式推出微信红包，自此微信红包成为打开下沉市场最有效的产品之一。2014 年到 2016 年，微信支付凭借“春节红包大战”迅速发展，快速普及线下支付这一支付宝原先几乎空白的领域。根据易观的数据显示，2015 年第一季度的移动支付市场份额中，支付宝占 74.92%，腾讯的财付通占 11.43%；而到了 2017 年第一季度，腾讯财付通已经占到 39.51%，支付宝占比下滑至 53.7%。

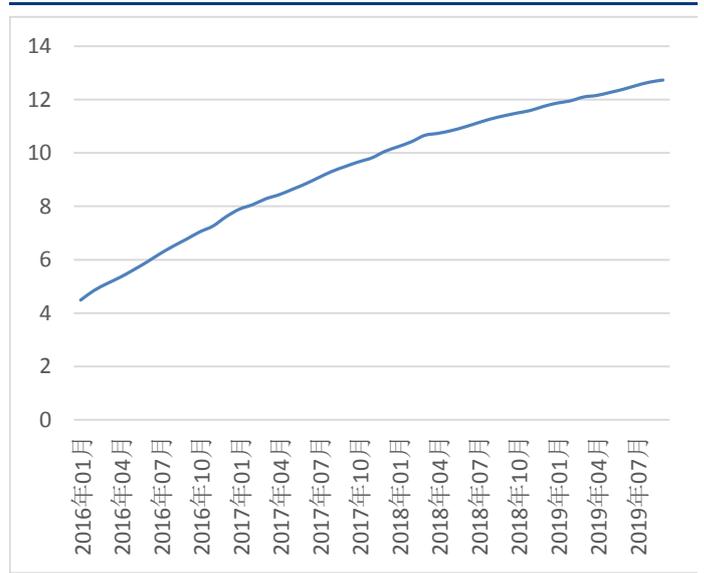
除了 C 端，微信支付在 B 端的大力推广也推动了下沉市场的打开。2015 年，微信支付开放了“企业付款”功能，大大拓宽了微信支付的运用场景。为了吸引商家进行使用，微信投入大量资金进行补贴营销，例如扫码领红包，折扣等等。到 2019 年 Q2 使用微信支付的商家数量已有 5000 万。微信支付在上线之后快速下沉，使得移动支付在下沉市场快速普及，为后续电商进入下沉市场奠定了基础。

此外，2014 年以来中国智能手机的全面普及也为微信支付和各大电商下沉提供设备基础。随着中国国产手机厂商的技术提升以及手机零部件的价格下降，智能手机价格水平开始下滑，这使得智能手机在中国市场快速下沉，普及率迅速提升。根据 IDC 报告数据，中国智能手机渗透率从 2015 年的 58.9% 上升到 2018 年的 66.5%，2014 年以来每年智能手机出货量均高于 3.8 亿台。

除了智能移动终端的下沉，移动 3G 和 4G 网络的兴起与快速铺开同样为打开下沉市场提供了必要条件。2013 年 12 月，工信部正式向三大运营商发放 4G 网络牌照，至 2015 年底，4G 用户渗透率已达 29.6%。根据国家工信部《2018 年通信业统计公报》数据显示，我国已建成全球最大 4G 网络，截至 2018 年底 4G 基站总数达到 372 万个，4G 用户普及率接近 84%。

**图表 14 中国智能手机普及率**


资料来源: Wind, 华创证券

**图表 15 中国 4G 用户数 (亿户)**


资料来源: Choice, 华创证券

## 2、下沉市场的天花板还有多高?

根据 Questmobile 的数据显示, 至 2019Q3, 下沉市场 (三线及以下城市用户) 规模已经达到 6.14 亿。**我们认为当前用户规模和下沉市场天花板的距离就是微信支付用户和淘宝活跃用户之间的差值。**根据亿邦动力数据显示, 截止 2018 年 6 月 微信支付月活跃账户超过 8 亿, 而淘宝 2019 年 9 月月活跃用户为 6.62 亿, 因此我们推算, 下沉市场的天花板还有大约 1.5 亿用户的规模。

### (二) 懂下沉渠道的掌舵人: 黄铮其人——懂流量、懂运营、懂游戏

黄铮出身数据科学家, 拥有扎实的互联网技术, 从谷歌离职之后, 做过手机电商, 电商代运营公司, 游戏公司。之前的三次创业经历让黄铮在拼多多运营上充分加入了对流量、运用和用户互动的理解。

**对流量的理解:** 创办手机电商和进行电商代运营使得黄铮无比清楚流量对电商平台和商家的重要性。尽管黄铮不喜欢提流量思维, 但是拼多多这一“社交电商”的模式正能够最大程度地运用社交流量。拼团模式通过人和人之间的分享传导, 通过社交裂变吸纳大量新用户流量的加入。借助微信 10 亿用户的流量基础, 拼多多成功积累了前期的忠实用户; 凭借有效地运营策略, 拼多多又实现了对微信流量的“清洗”, 展现出黄铮对流量运营管理的前瞻性和游刃有余。

**对运营的理解:** 经历过电商代运营之后, 黄铮熟悉了淘宝的平台运营, 也加深了他对运营和用户管理的理解。这使得拼多多在其商业模式基础上同样非常注重各种运营策略的设计选择。在拼团的基础上, 拼多多通过红包、优惠券和“分享砍一刀”等营销策略, 刺激用户进行社交分享, 吸引新用户加入。例如: 用户可以邀请好友帮忙拆红包, 而好友必须下载拼多多 APP 才能成功拆红包, 并且当邀请达到一定人数后才可提现至账户。类似这种“病毒式”的社交网络传导效应使得拼多多的活跃买家和 GMV 取得飞跃式增长。

**对互动的理解:** 黄铮做过游戏, 所以他清楚游戏互动对于用户留存的重要性。这反映到拼多多上, 就是平台开发了多个互动性板块。除了本身就花式多样的拼团玩法, 拼多多还设计了“多多果园”的板块。用户通过每天在 APP 界面浇水, 施肥等操作, 最终可以获得实物的水果。在拼多多的平台上还有金猪储蓄, 小游戏等互动玩法。这些互动板块一方面有效地增加了用户使用时长, 另一方面也进一步提升了用户留存度。

### （三）懂下沉渠道的产品设计

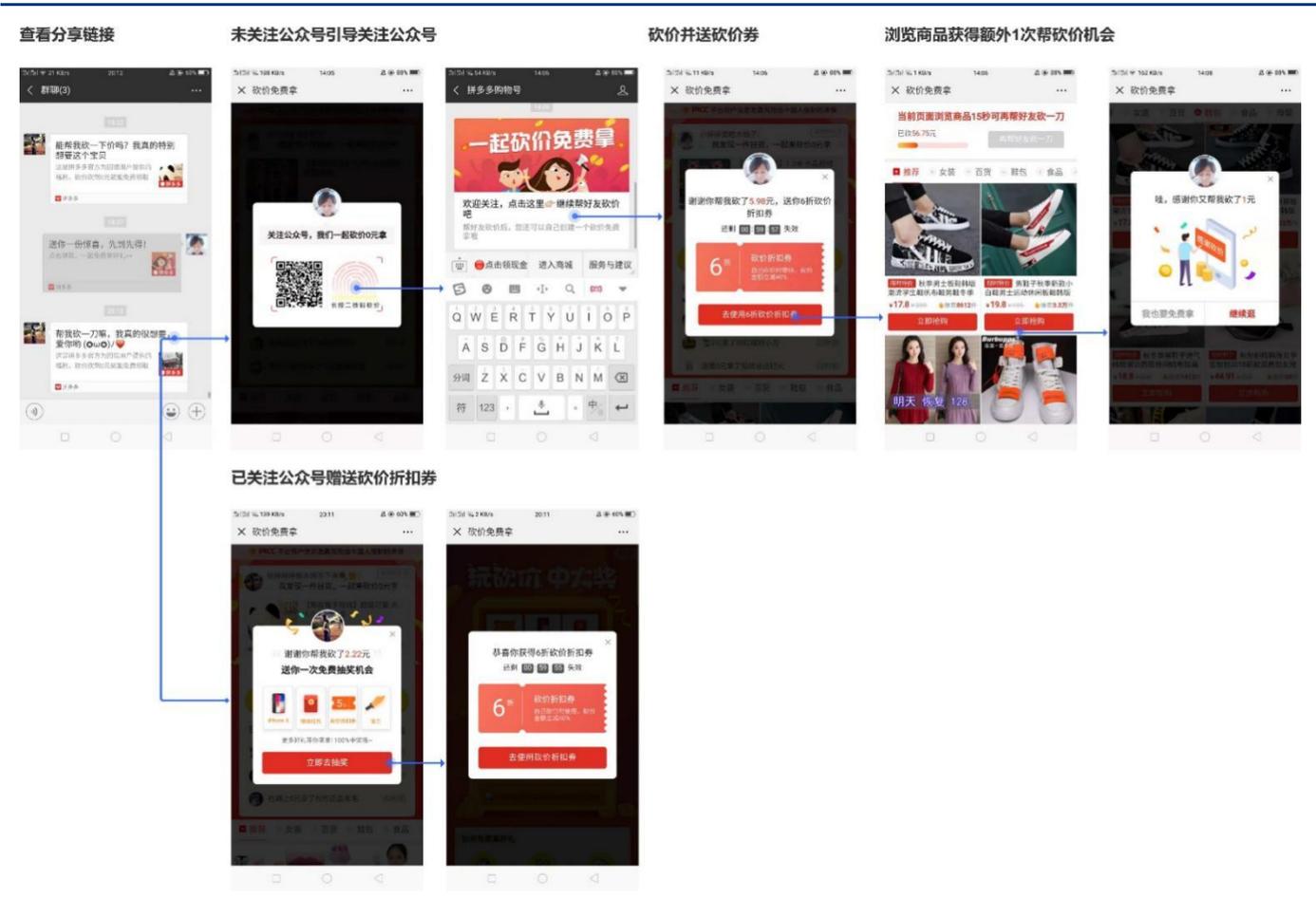
在下沉市场重度玩家黄铮的掌舵下，拼多多从顶层战略设计，到运营管理到剑指下沉市场，直达用户的产品设计方面更是为下沉渠道量身定制。

**拼多多 APP 界面核心：秒杀、清仓、补贴。**用户打开 APP 首先弹出的，就是新人优惠 1 元购或者现金红包领取，上来就抓住用户，使得用户产生购物的初始想法。之后，进入正式页面后，中部模块区域，“秒杀”“清仓”“百亿补贴”“大钱”等等字眼吸引用户的目光，下方超低折扣的品牌特卖同样诱惑十足。整个界面很好地契合了下沉市场用户价格敏感的特点，最大程度激发了用户的购物欲望。

**拼多多的玩法与交互：砍一刀为核心触发社交裂变。**拼多多最初凭借拼团获得低价优惠打开市场，之后开发了多种营销手段。例如分享给好友帮忙“砍一刀”的砍价玩法；请求好友帮助开启现金红包；分享给一定数量好友领取优惠券等等。各种微信群，朋友圈里经常出现拼多多的分享链接，甚至出现了拼多多帮忙砍价的专门微信群，这也是为什么拼多多能够快速挤占下沉市场的原因所在。

以“砍一刀”为例，发起者要不停的引导分享到微信群/个人，同时要主动帮好友砍价等任务或者拆红包等行为等获得自己可以继续砍价的机会，必须要浏览商品获得砍价券从而刺激下一次砍价行为的发生，最后还可以分享砍价道具给好友继续激励砍价。在这个砍一刀过程中，触发传播的点可超过 5 个。

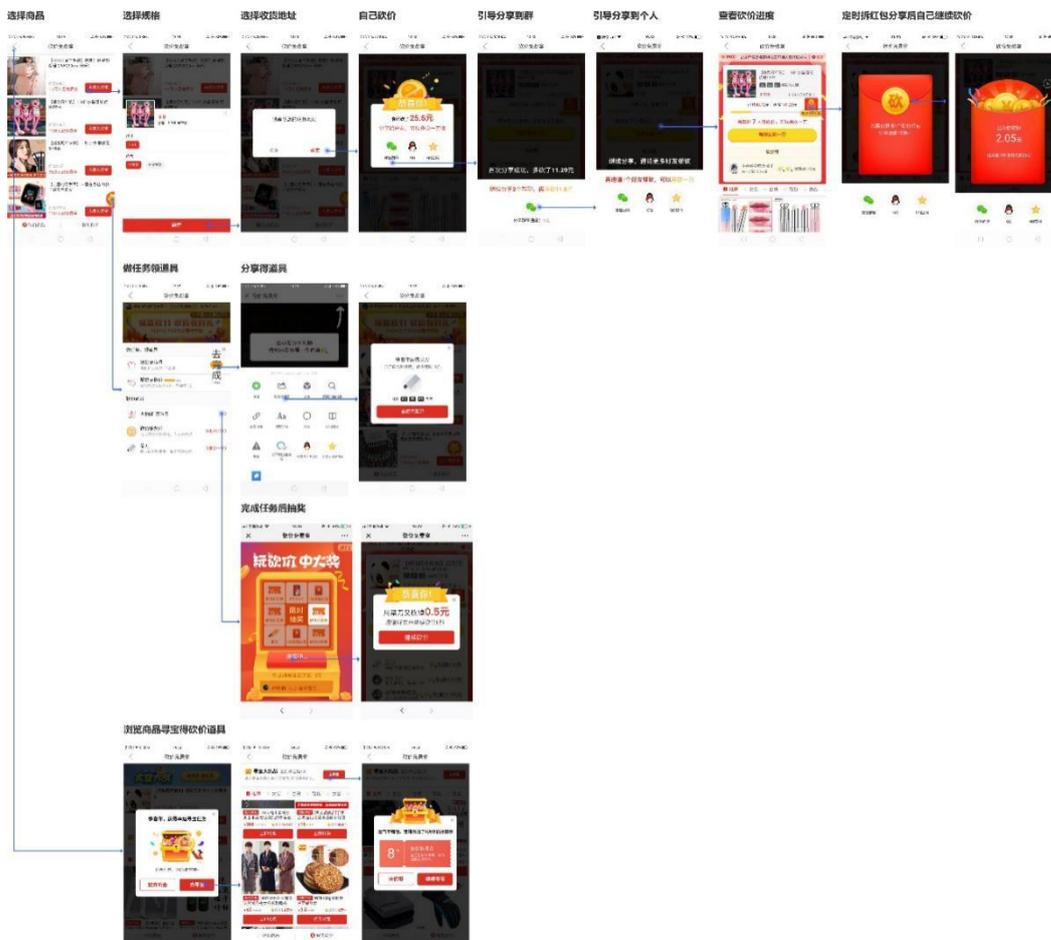
图表 16 拼多多“砍一刀”玩法设计



资料来源：人人都是产品经理公众号，华创证券

**拼多多的导流设计：APP 活跃用户 / APP 新用户 / 非活跃用户，一切为了流量迁移。**上文提到拼多多在微信加大对外部链接管制之前基本完成了对微信流量的“清洗”，这也离不开拼多多针对下沉市场的深度理解。在诸多方面，拼多多早已开始了从微信引流至 APP 的进程。例如，请好友开红包的玩法，中间需要好友下载拼多多 APP 才可以成功，最后一步从红包提现也需要用户下载 APP 完成；砍价在 APP 上完成可以减的更多；“多多果园”的玩法只存在于拼多多 APP 上，小程序中则没有等等这些方式引导用户下载 APP，完成流量迁移。

图表 17 拼多多购物玩法流程



资料来源：人人都是产品经理公众号，华创证券

#### （四）供给端的下沉：淘宝天猫化过程中挤出的低端供应链成就了拼多多

##### 1、 淘宝逐渐“天猫化”，中小商户逐渐被挤出

拼多多至 2018 年底活跃商户数达到 360 万，其中以中小商户为主。这些商户并非凭空出现，而是淘宝升级后那部分无处安放的长尾商家——也可以说是被淘宝无意中抛弃的下沉商家。2015 起年阿里巴巴逐步开始打假工作，根据阿里巴巴对外发布《2017 年阿里巴巴知识产权保护年度报告》，2017 年全年，有 24 万家淘宝疑似侵权店铺被关闭，拼多多成为了承接这些商铺的主要平台。

随着淘宝的不断壮大，平台内各行业的商家数目激增，例如服装行业商家已经超过 23 万家，商家如果想要从如

此庞大的群体中脱颖而出，就需要投入大量资金进行线上营销，即通过阿里妈妈的直通车、智钻等产品进行推广。这种加大推广费用方式的结果，必然是头部大型商户获取大多数流量资源，而中小型的商户则因为资金有限而流量受限，市场受到严重挤压。而在这种情况下，拼多多就成为这些中小长尾厂商最佳的出走选择，越来越多的尾部商户主动出走拼多多。

## 2、拼多多从产品设计到流量分配，天然比京东和淘宝更适配中小商户

首先拼多多并不向商户收取扣点佣金，商户只需要缴纳一定的保证金即可开店。而且拼多多的店铺运营系统与流量运营分配对中小型商户十分友好。

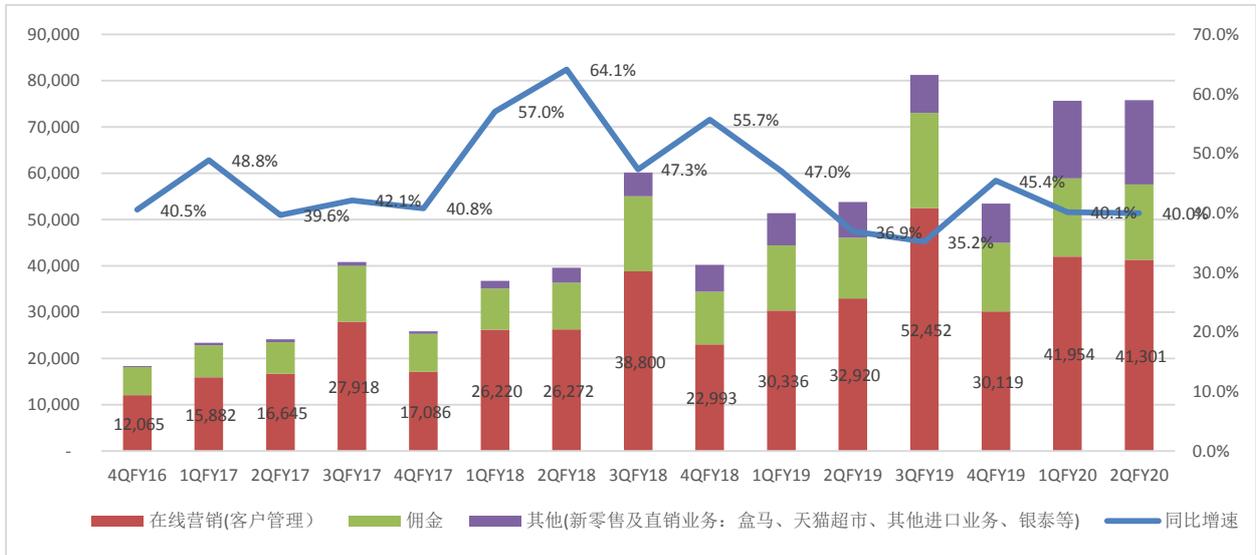
其次，在商户管理界面和营销页面统一便利了商户进行操作；简便的广告推广方式和流程大大节省了中小型商家的时间精力，节省了雇佣代运营的成本。在拼多多的电商管理体系中，效果广告投放往往不是单独模块，而是内置于整体的店铺管理体系中，成为提升电商运营的一个子模块，与商品售后、发货、店铺运营等等共同构成了交易的转化。

图表 18 拼多多产品设计



资料来源：拼多多、华创证券整理

图表 19 阿里巴巴中国零售业务各项业务占比及增速 (百万元 RMB)



资料来源: 公司公告, 华创证券

图表 20 拼多多广告佣金收入情况 (亿)



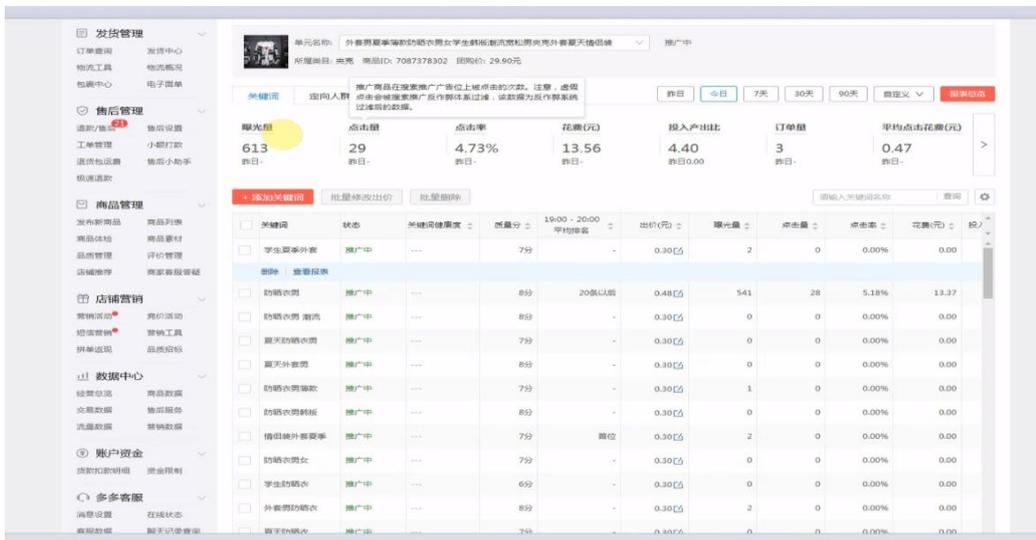
资料来源: 公司公告, 华创证券

图表 21 阿里巴巴广告佣金收入情况 (亿)



资料来源: 公司公告, 华创证券


图表 22 拼多多商户后台管理系统



资料来源：拼多多大学、华创证券整理

最后，在最核心的流量分配方面，拼多多的流量分配更加偏向中小商户。如果我们对比阿里妈妈营销产品与拼多多的营销产品，会发现，拼多多的营销产品主要为小型 C2C 电商卖家提供的 CPS 模式的多多进宝；主要为中小型电商提供 CPC 模式的搜索推广和场景推广产品为主。拼多多的营销产品具有简单、易懂的特点。整个淘宝系统偏向于广告主自带流量，因此平台基本不太管控效果，因此各个商户的 ROI 相差巨大，完全取决于各个商户的运营能力与投放预算。在这样竞争体系下，大部分中小商户被挤出。

图表 23 阿里妈妈营销产品梳理

产品类型	产品	计价方式	产品说明
搜索竞价	淘宝直通车	CPC 计价, 展示免费	商品出现在手机淘宝/淘宝网搜索页的显眼位置, 当买家进行关键词搜索时, 以优先排序获得买家的关注。同时, 只有买家点击才需付费, 系统智能过滤无效点击。
展示推广	品销宝	CPM 计价	手机淘宝/淘宝网/UC 首屏的顶端大图展示广告位, 可以有效起到品牌推广和客户转化的作用。
	智钻	以 CPM 为基础, 增加 CPC 的结算模式	以图片展示为基础, 精准定向为核心, 面向全网精准流量实时竞价的展示推广平台。平台还可以为客户提供精准定向、创意策略、效果监测、数据分析、诊断优化等服务。
	超级推荐	CPC/CPM 计价	面向场景的信息流推广, 主要形式非常丰富, 包含商品、微淘图文、哇哦视频、直播间、淘积木 (超级推荐专属模板)。
品牌营销	Uni desk	按照方案计	阿里巴巴 Uni Marketing 品牌全域营销方法论下

产品类型	产品	计价方式	产品说明
		价	的核心产品之一，可以帮助客户实现“全链路”、“全媒体”、“全数据”、“全渠道”的营销。
数据服务	达摩盘	加入条件：钻石展位+直通车+超级推荐最近30天总消耗 $\geq$ 1.5万元	广告主通过达摩盘可以实现各类人群的洞察与分析，潜力客户的挖掘；能够通过标签市场快速圈定目标人群，建立个性化的用户细分和精准营销；通过第三方服务应用市场，解决个性化的营销需求。
个人营销	淘宝客	CPS 计价，交易成功后抽取佣金	淘宝客是通过推广者自有的一些渠道，如聊天工具、社交平台、网站等，帮助商家推广促成交易从而赚取佣金收益的推广者。

资料来源：阿里妈妈官网，华创证券

图表 24 拼多多线上推广产品梳理

广告产品	出价方式	展示位置
搜索推广	CPC	搜索关键词，1+6N
商品推广	CPC	打开商品类目，1+6N
店铺推广	CPC	营销活动页
聚焦展位	CPM	首页 banner 第 2-7 帧
明星店铺	CPM	搜索结果界面置顶展示
展示广告	CPT	首页 banner 第 2-5 帧 多多果园右上角 ICON

资料来源：多多大学，华创证券

### （五）淘品牌、云集、拼好货，为什么是拼多多？

自下沉渠道打开以来，许多类似拼多多的电商平台也开始着眼于下沉市场，出现了像淘品牌、云集、拼好货这样的主打价廉物美，面向下沉用户的平台。为什么偏偏是拼多多胜出？我们从上述四个因素进行分析：**下沉渠道、掌舵者、产品设计、供给端。**

淘品牌尽管拥有淘宝赋予的下沉渠道支持，但是在获客方面需要自己付出大额的成本，作为淘宝下的子品牌也缺乏一个独立的管理团队，在供给端更是和淘宝的大趋势一样，中小的商户纷纷流失；云集作为原先微商巨头创办的微店商城，在下沉用户获取方面具有一定优势，也懂得运营和获客，但是一方面产品设计方面没有更有吸引力的营销策略，另一方面供给端微店的 S2B2C（供应商 TO 微商 TO 用户）模式存在高度的信息不对称，商品品类的丰富性也相当欠缺。拼好货作为黄铮在创办拼多多之前建立的平台，也是低价团购模式，但是不同的是商品货源是通过供应链采购，是一家自营电商，供给端的丰富性不强。而我们认为拼多多同时拥有这四个条件，因此能够有力地进行下沉市场的开拓和维护，所以我们认为相比前三者，拼多多仍旧未来可期。

图表 25 下沉电商优势对比

电商平台	下沉渠道	掌舵者	产品设计	供给端
拼多多	✓	✓	✓	✓
拼好货	✓	✓	✓	
淘品牌	✓		✓	
云集	✓	✓		

资料来源：华创证券整理

### 三、久于分化：复购是 GMV 的核心驱动，反映了对用户消费场景的满足

#### （一）GMV 增长，用户新增与复购是核心驱动力，而非客单价

拼多多 GMV 的增长的核心驱动力来自于：**新增用户与复购**。新增用户一方面来自于拼多多传统强势的下沉市场，一方面来自于百亿补贴带来的高线用户。而复购则来自于对用户不同场景的满足。对于低线用户来说，拼多多满足了日常消费、甚至是升级消费的需求，而对于高线用户来说，拼多多则满足了追求日用消费品性价比的比价需求，**在高线用户部分，我们认为拼多多与淘宝、竞夺争夺的不是用户，而是同一批用户的不同场景。因此，客单价从来不是 GMV 的增长核心动力，而是用户的复购。**传统成熟电商平台例如阿里巴巴、京东的 GMV 基本符合二八定律，即少数头部优质用户贡献多数 GMV。根据阿里巴巴 2020 财年 Q2 财报，阿里巴巴 7.9 亿用户中，1 亿的买家年均 ARPU 超过 10000 元，估算 12% 的核心用户贡献了 25% 的 GMV。而拼多多 4 亿用户消费相对平均，2017 年全年每个用户一年花 1000 多块钱，人均 ARPU 提升有限，基本反映了一个用户日常消费的真实表现。

#### 1、补贴使得用户结构更为均衡

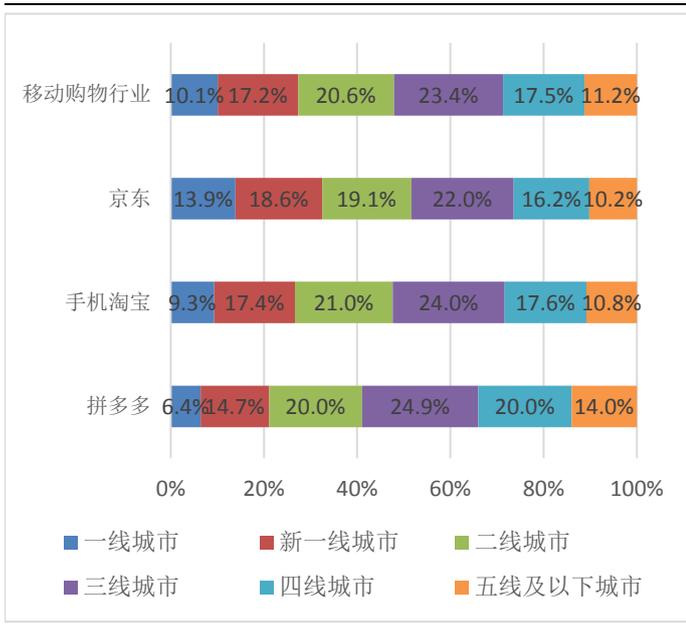
拼多多 2019Q1 季度 GMV 同比增速达 130%，Q2 同比增速更是高达 183%，拼多多能够保持这样高速增长，与其用户结构发生转变有关，一二线城市用户比例正在逐步提高。通过低价产品和大力度的补贴营销等运营策略，拼多多正在逐渐从五环外打向五环内，一二线城市用户也开始尝试在拼多多进行购物。根据 Questmobile 数据显示，2019 年 618 拼多多二线及以上城市用户占比超过 41%；根据极光大数据报告，2018 年 Q1 以来拼多多的新增用户来自一线，新一线和二线城市的比例正在逐步提升。

GMV 结构方面，黄铮在 2019Q2 业绩电话会议上表示今年 1 月，拼多多平台一二线城市用户的 GMV（成交总额）占比为 37%，6 月，该比例迅速攀升至 48%。一二线城市用户正在成为拼多多增长新的驱动力。

#### 2、消费需求与场景的匹配提升了整体用户的复购率

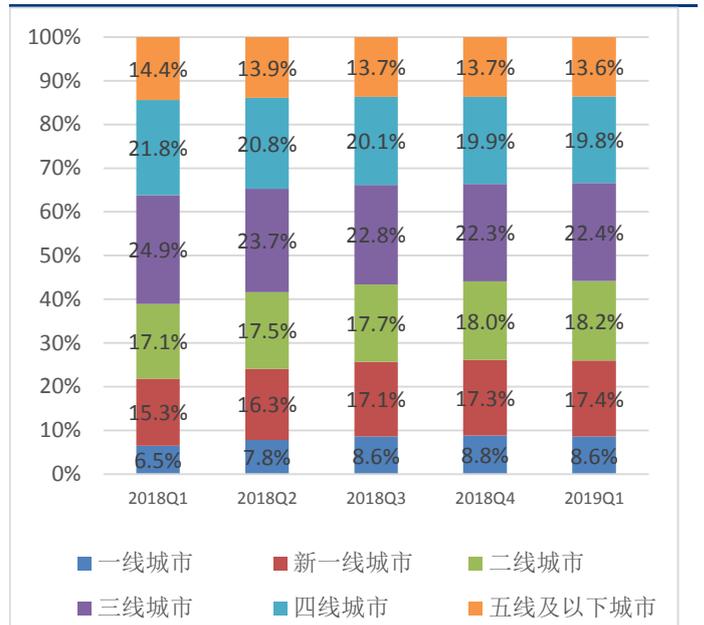
一个用户有很多面的消费习惯，这和消费需求及场景相关。我们认为上文说到的用户结构的改变是可持续的，原因在于高线用户在尝试过在拼多多上购物之后，往往会选择复购一些低价产品，在此之后，用户养成了在拼多多上购买低价品类的消费习惯，这样便带来了消费需求的分化。举例来说：当一个用户日常想要购买一些服饰、鞋包等可能会选择去淘宝上进行搜索购买，但是面对日用的纸巾、零食等品类会选择去拼多多进行拼购。这种一个用户不同需求的分化，并且会去寻找不同的场景进行匹配的出现，是驱动拼多多 GMV 增长的另一动力。

图表 26 2019 年 618 各大电商用户结构



资料来源: Questmobile 《6.18 电商大报告》, 华创证券

图表 27 拼多多季度新增用户城市等级分布



资料来源: 极光大数据 《2019 年 Q1 移动互联网行业研究报告》, 华创证券

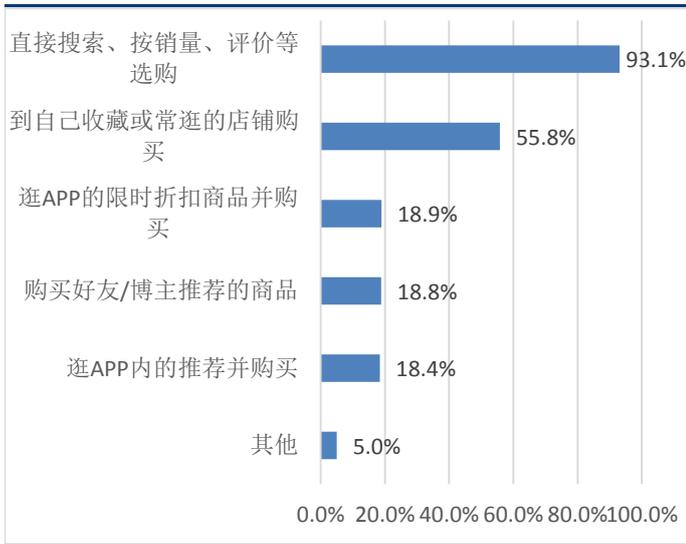
### 3、没有搜索、没有购物车，一切为了复购

流量从 follow 向分发演进是整个移动互联网发展的潮流，微博的流量以 follow 机制分发为主，推荐算法为辅，但今年逐步加强推荐算法的强度。微信也是一样，几乎是纯 follow 流量，只有看一看是推荐算法。头条、抖音、小红书都是算法分配流量。阿里巴巴——推荐流量，今年的双十一的推荐流量首次超越了搜索，大大增加了点击率和转化率。但是在电商领域，淘宝京东用户的购物习惯仍然以搜索为主，93%是搜索。拼多多在产品设计上，彻底的践行了 feeds 的流量分发形式，拼多多的 APP 里几乎没有搜索，也没有购物车，而更类似于今日头条式的 feed 推送，而在拼多多里面第一类是秒杀、清仓、免单，只有 44%是搜索。

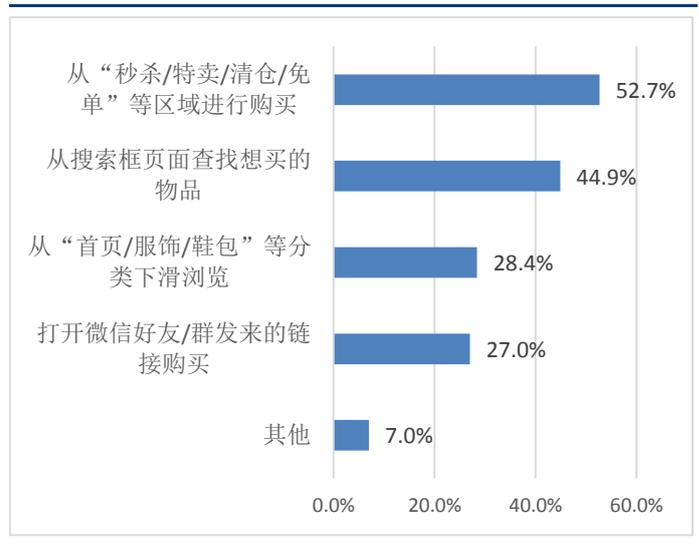
图表 28 影响 ARPU 的因素



资料来源: 华创证券整理

**图表 29 淘宝/京东用户购物习惯**


资料来源：企鹅智酷《拼多多用户研究报告》，华创证券

**图表 30 拼多多用户购物习惯**


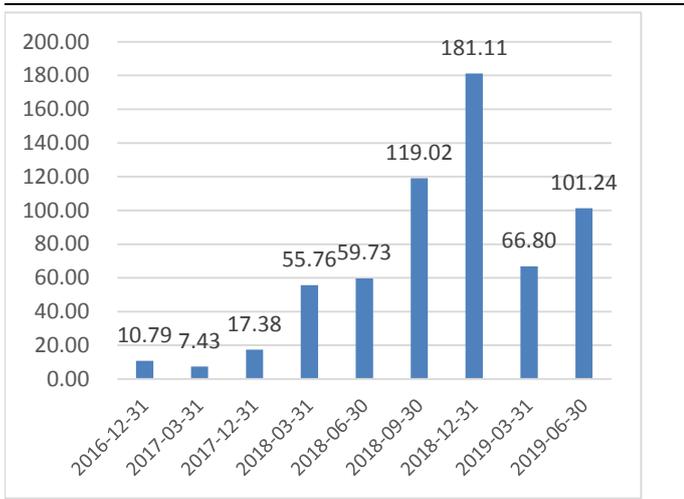
资料来源：企鹅智酷《拼多多用户研究报告》，华创证券

## (二) 补贴的未来?

**激进的补贴政策与 GMV 的高速增长之间的关系是理解拼多多业务的核心。**拼多多 2018 年总计营销与销售费用 134 亿，根据补贴与 GMV 的相关关系，测算得到 2018 年全年补贴花费约 42 亿元。在 2019 年 618 更是推出了百亿补贴活动。对高强度的补贴战略的可持续性一直是拼多多发展模式质疑的焦点。而一旦补贴力度下降是否会导致活跃用户和 GMV 的增速下降。那么补贴的未来到底如何呢?

短期来看，补贴主要集中在 iPhone、戴森、SKII、海蓝之谜等高端产品，有效的从一二线用户获得了新客。从目前拼多多的账上现金流来看，2019Q2，拼多多经营活动产生的现金流量净额达 26 亿元，现金及现金等价物净增加额超过 100 亿元，公司的现金收支状况良好。此外，从商户按金和应付商户款项来看，拼多多从商户处获得的现金流也相对充裕，足以支撑短期补贴力度的继续维持。

长期来看，我们认为补贴高端产品只是拼多多的获客手段，而并不是支撑 GMV 增长的核心动力。因为 GMV 的增长来自于大规模用户的复购，而非所谓高端用户的高 ARPU 消费，这与京东的逻辑截然不同。因此，我们判断补贴将与一二线城市占比与复购率相关，当拼多多一二线与五环外用户结构趋于合理后，补贴会相对减缓。

**图表 31 现金及现金等价物净增加额（亿）**


资料来源：公司公告，华创证券

**图表 32 商户按金及应付商户款项（亿）**


资料来源：公司公告，华创证券

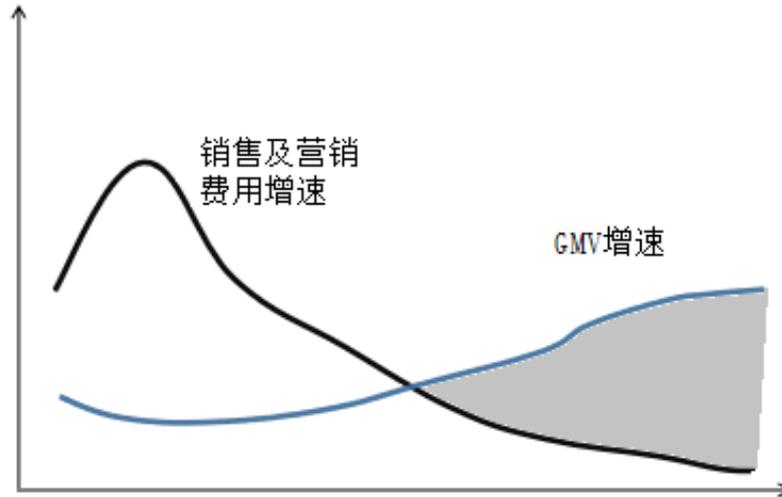
### （三）拼多多核心商业模式：量买量的剪刀差

拼多多的核心商业模式为以量买量：通过线上效果广告、品牌广告和巨额补贴获得用户流量，此为营销与销售成本；通过向商户售卖站内流量，达成交易，此为收入。费用与收入的增速呈现剪刀差，目前费用高过收入，但是我们认为随着拼多多的 GMV 的继续高速增长，营销费用增速的放缓，两者之间的差距会不断缩小，最终收入会超过费用，使得利润转正。从两边分析来看：

**收入端：**平台营业收入为 GMV 乘以广告货币化率（没有佣金），我们假设未来短期内货币化率不变，则收入增速与 GMV 增速直接相关；

**费用端：**拼多多主要是花费在补贴，品牌广告（以线下广告和品牌活动为主）和效果广告（以线上广告为主）上。我们认为拼多多会继续保持补贴的高速增长，但是品牌广告可能会保持稳定，则费用端的走势会与效果广告息息相关。

图表 33 拼多多“量收剪刀差”简化模型



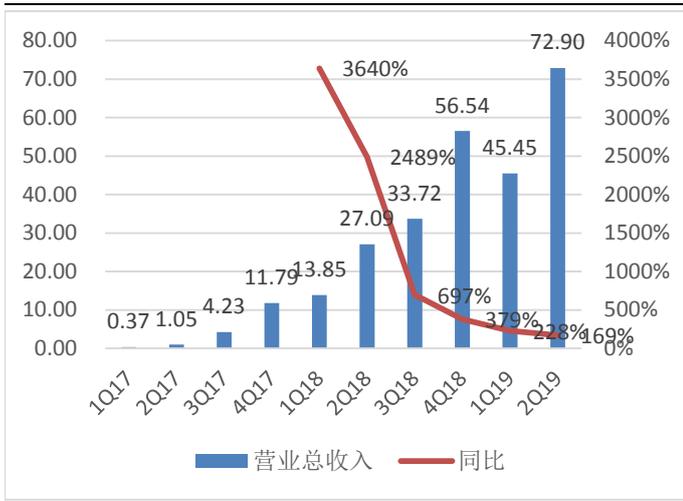
资料来源：华创证券整理

图表 34 拼多多商业模式简略图



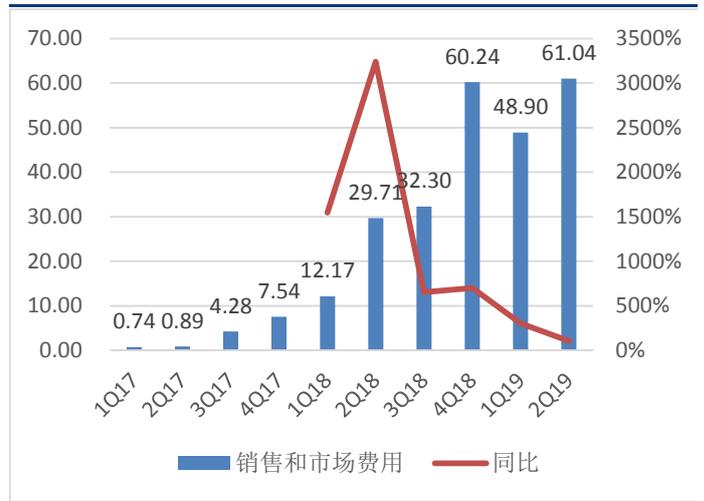
资料来源：公司公告、华创证券整理

图表 35 拼多多营收情况 (亿)



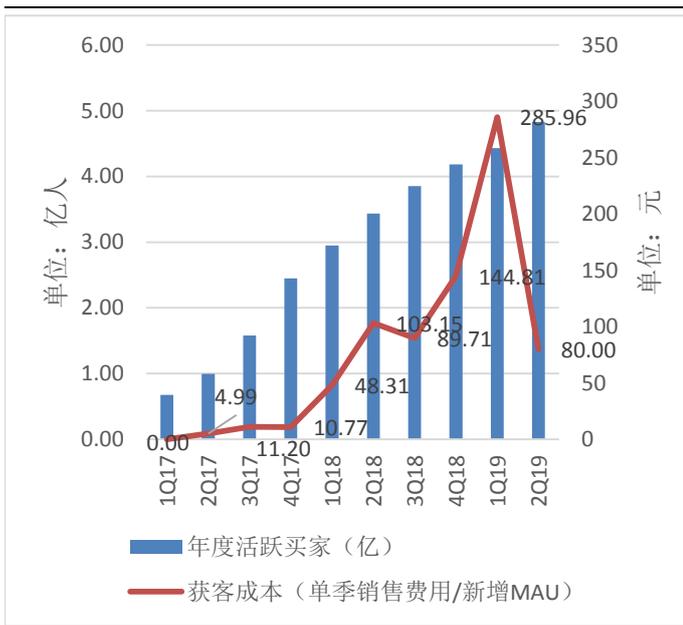
资料来源: 公司公告, 华创证券

图表 36 拼多多销售与市场费用情况 (亿)



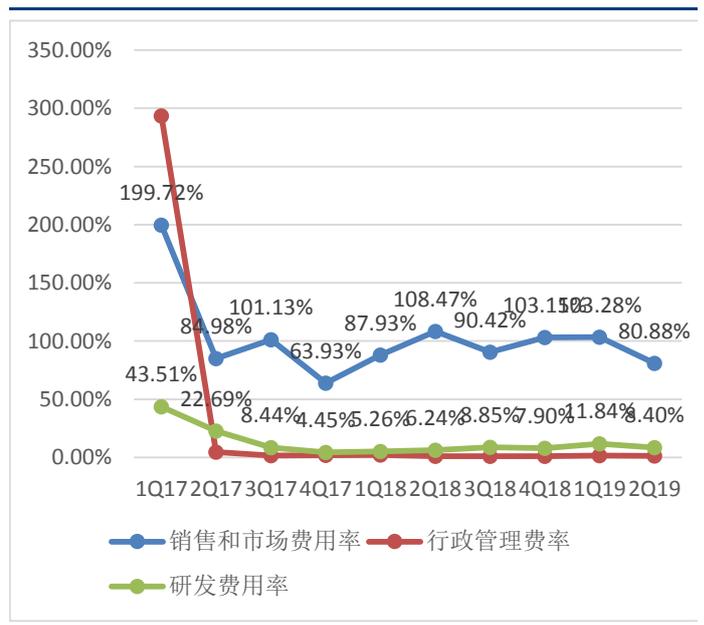
资料来源: 公司公告, 华创证券

图表 37 拼多多活跃用户数及获客成本



资料来源: 公司公告, 华创证券

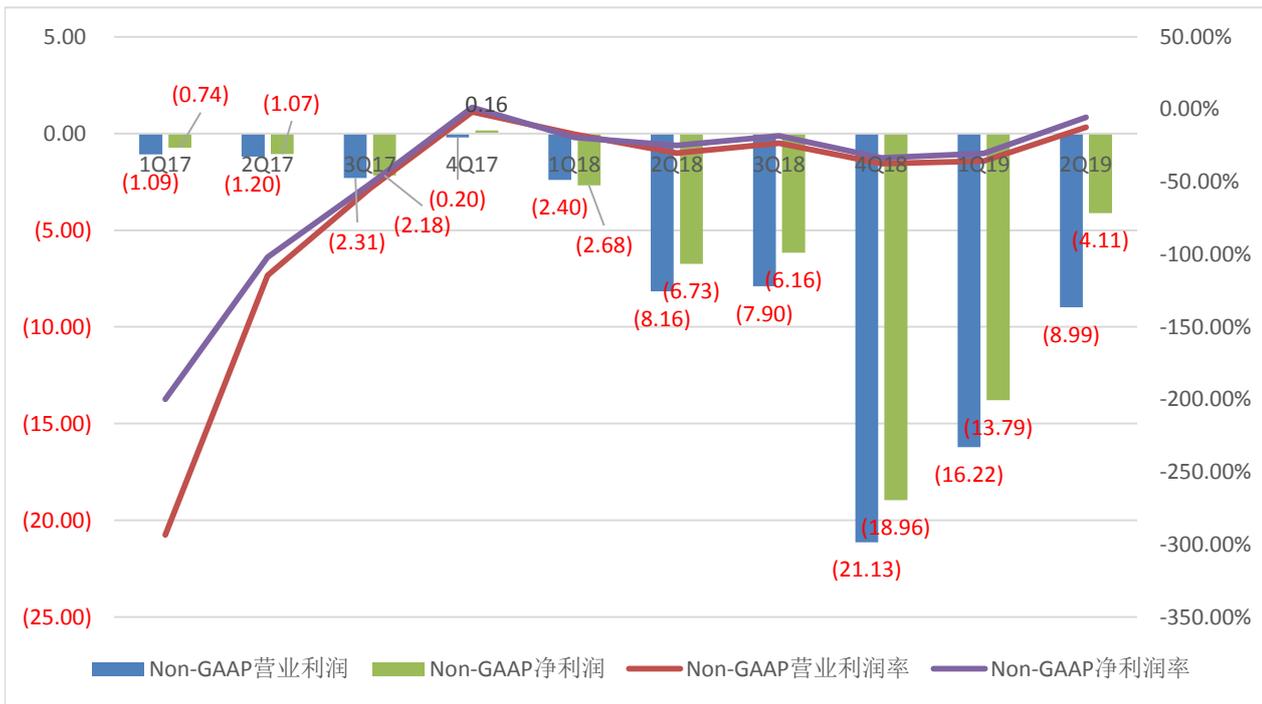
图表 38 拼多多 Non-GAAP 费用率



资料来源: 公司公告, 华创证券

2017 年以来, 拼多多各项费用一直呈现下降趋势, 这得益于公司对费用的严格把控。从最新财务数据来看, 2019 年 Q2 市场销售费用继续呈现下降趋势, Non-GAAP 销售和市场费用率为 80.87%, 同比大幅下降 27.6%, 环比同样下降 22.38%。Non-GAAP 行政管理费用率和研发费用率分别为 1.25% 和 8.38%, 比较稳定。虽然毛利率有所下降, 但得益于销售费用率的大幅下降, 净亏损得到大幅收窄, 净亏损 10.03 亿元人民币, 去年同期亏损 64.9 亿元。Non-GAAP 净亏损 4.11 亿元, 上年同期为 6.73 亿元, Non-GAAP 净亏损率为 5.64%, 上年同期亏损率为 23.86%。

图表 39 拼多多 Non-GAAP 营业利润及净利润 (亿)



资料来源: 公司公告, 华创证券

图表 40 拼多多营销费用拆分

	2018 拆分值	2019 预测
补贴	42 亿	100 亿
品牌广告	线下广告: 2 亿, 品牌活动 20 亿, 共 22 亿	40 亿
效果广告 (线上)	70 亿	100 亿
总计	134 亿	240 亿

资料来源: 公司公告, 华创证券测算

#### 四、忠于需求: 长期如何看?

##### (一) C2M 模式的独特: 工厂、用户、平台三方获利的特殊模式

C2M 模式指的是由用户驱动生产的反向生产模式。拼多多团队已经与 50 多家相关制造商建立联系, 采取工厂直供的方式, 部分同类商品的价格仅为热门商品的三分之一。这种模式的独特性使得拼多多能够同时做到便利工厂端、给予用户优惠和提升平台差异化。

**工厂端:** C2M 模式通过缩短供应链, 集合统一订单, 提升了工厂的议价能力和价格指导能力, 帮组工厂实现规模效应, 提高效益。C2M 的模式让供应商有计划地进行大批量生产, 降低相应的固定成本尤其是有利于水果农产品等保质期较短的产品。

线下普遍零链条：生产——物流仓储——分销——终端——消费者

传统电商普遍链条：生产——品牌方——代运营——物流——消费者

拼多多普遍链条：生产——物流——消费者 or 生产——商家——物流——消费者

**用户端：**对于消费者来说，这种方式可以尽可能的减少两边的信息不对称，同时也提高购买商品的性价比；此外 C2M 的模式更加有利于满足消费者的特定化需求。

**平台端：**C2M 能够精准发现用户的偏好产品。通过平台的智能算法等技术，拼多多能够了解自身平台用户的偏好，在集中收集偏好后委托上游工厂生产出具有本平台用户特点的专属产品，此举能够增强平台在各大电商中的差异性，进一步提升用户留存度和黏性。

**我们认为如果拼多多持续深耕现有的 C2M 模式，与品牌和非品牌厂商进行合作，不断升级供应链，并做好精准识别和推荐，是拼多多的终极发展形态。**

## （二）电商消费场景的丰富化带动消费需求的分层

电商市场各种消费场景极大丰富，除了传统的网上商城之外，还出现了平台带货，直播带货，流媒体内容电商，私域流量电商，社交电商等等。用户可以通过各种方式进行商品购买，并且正如我们前文所提到的，同一用户的消费需求是多样化的，甚至在不同时间段不同地点也会存在差异化的消费需求。我们认为这种消费需求在未来势必将与不同的消费场景相匹配，这也是拼多多未来发展的方向和驱动力来源。

**拼多多作为一个拼购平台，本身承担的属性就偏向低价优惠，这一消费场景属性会吸引价格敏感的消费者人群满足其需求。**大批用户会把日常的低价商品品类的消费需求转向拼多多，即便是高线城市的用户也会选择分化一部分需求在拼多多上进行购买。而对于处于低线城市的消费者，低价产品本身对他们就有相当的吸引力，并且更进一步的是这些消费者也有使用高端产品的需求，而拼多多恰好能够赋予用户能够承受范围之内使用到较高端的产品。

**除了拼多多本身的平台，拼多多在微信群的私域流量、流媒体平台、短视频平台等等消费场景的布局都可以为拼多多未来发展提供基础，**通过满足当今消费者分化的需求，有利于拼多多未来继续巩固下沉市场和开拓高线市场。

## （三）拼多多的崛起本质上是购物从意图向场景的转化

**为什么我们认为拼多多具有长期潜力？因为拼多多与阿里巴巴、京东并不是替代效果，而是在消费本身这个动作上，购物正在从意图驱动转变为场景驱动。那么为什么这种转变我们在线下不曾经历？**因为移动互联网本身改变了我们获得信息的方式——移动互联网时长的增长实际上标志的是我们主动性的降低。推送的大规模普及，时长的侵占，都降低了线上主动选择的能力。

与淘宝不同，拼多多的用户只有 42% 使用 APP 的搜索功能，大多数用户消费需求来源于分享，购物券，折扣直通车等等。用户早已摆脱临时性的购物意图，而是转化为在某个场景受到推荐或者平台推送时的消费。我们认为拼多多应该进一步提升对用户偏好的识别，做到精准推送。

依照这种转化的发展态势，我们看好拼多多独特的 C2M 模式。通过收集捕捉用户的个性化需求，抓住本平台客户的特殊消费需求，依靠 AI 和智能算法技术做到用户画像的精准刻画，再反向引导供应链。这样的闭环设计一方面能够稳定现有的忠实用户，另一方面通过开发出低价拼购这一消费场景将能够吸纳更多新生用户。

## （四）拼多多未来发展模式选择？

结合现有电商市场格局和发展态势，拼多多未来可能存在两种发展模式的：

**1. 天猫化：**学习天猫的模式，主打品牌化战略，例如拼多多上半年尝试的品牌馆，提升平台商户水平，并把流量逐渐向头部商户转移。此外，还会进一步丰富商品品类，满足用户多样化需求。但我们认为，这种模式并不适合拼多多。其一，竞争压力巨大，天猫作为品牌化商城的先驱已然拥有了相当的市场份额，拼多多此时转型难以与之

抗衡，得不偿失；其二从拼多多的用户结构来看，下沉用户仍旧是消费的主力群体，天猫化这种模式的问题在于难以与下沉市场相匹配。黄铮也说“如果我们做了天猫模式，可能还没来得及打假就死了。”因此想要获得平台持续发展，还得需要更加创新的模式。

**2.贴地飞行：**所谓贴地飞行，指的是拼多多一方面保持货币化率基本不变以吸纳更多商户入驻，另一方面继续贯彻低价优惠补贴的战略提升活跃用户数，使得平台 GMV 继续保持高速增长。总结来说就是暂时放弃提升货币化率，而聚焦规模的提升。结合我们的盈利预测模型，我们认为拼多多凭借高速增长 GMV，能够逐渐弥补甚至超过费用支出，使得利润最终转正。

## 五、盈利分析与估值

### (一) 盈利预测

如果将拼多多放在电商二十年的研究框架中，电商平台的发展都经历了从增长到盈利的转换，亚马逊、阿里巴巴、京东甚至美团无不如此。投资者需要等待 GMV 的积累达到一定规模效应，才会迎来平台的盈利拐点，拼多多作为电商领域最年轻的进入者，成立仅仅 3 年，上市仅 1 年，我们认为目前还将长期处于 GMV 积累的过程，盈利拐点暂时还未可见。但从增长的态势来看，2016-2018 年拼多多每个单季度 GMV 都是指数级增长，这在过去的任何平台都未曾见到。突破 1000 亿 GMV 用时，京东用了 10 年，淘宝用了 5 年，美团用了 6 年，而拼多多仅用了两年的时间，

年度 GMV=活跃买家数×客单价×平均年下单次数。我们预计拼多多 2019 年的 GMV 将突破 10000 亿，GMV2019-2021 年三年 CAGR 为 60%。主要驱动因素为活跃买家的新增与复购率的提升。

**活跃买家数：**截止 2019 年上半年，拼多多活跃买家达到 4.83 亿，同比增长 41%，环比增长 9%。目前来看，下沉市场仍有 2-3 亿用户的纯增量水池，而拼多多会以超越淘宝与京东的获客效率，更高效的获取这部分用户，同时百亿补贴仍可带来一定量的一二线城市新增买家，Quest mobile 显示 7 到 9 月的 90 天内，拼多多 DAU 增速排名全网第一。我们预计 2019 年 Q3 拼多多年化活跃买家将突破 5.1 亿，季度净增 2700 万（阿里巴巴 FY2020 第二季度净增活跃买家 1900 万），2019 年全年活跃买家达到 5.2-5.3 亿，年度增速 25%，

**客单价**我们认为今年百亿补贴的影响下，相较于去年会有较大的提升，但是与拉新有关，用户结构合理后，料将明显放缓。

**平均年下单次数即复购率**，是收入驱动的核心因素。复购则来自于对用户不同场景的满足。对于低线用户来说，拼多多满足了日常消费、甚至是升级消费的需求，而对于高线用户来说，拼多多则满足了追求日用消费品性价比的比价需求，在高线用户部分，我们认为拼多多与淘宝、竞争争夺的不是用户，而是同一批用户的不同场景。因此，客单价从来不是 GMV 的增长核心动力，而是用户的复购。复购的提升短期来自营销与销售开支中，在线广告的花费——品牌广告主要获得新客，在线广告或者拉活（包括红包、各种微信转发等等），长期则来自于用户需求的挖掘以及用户场景购物场景的满足。2018 年单客购买次数全年平均为 27 次，同比增长 51%，2019 年预计将达到 37-40 次。

从营收来看，拼多多平台主要以站内广告收入为核心，2018 年全年营收 131 亿，其中 88%来自于广告收入，整体货币化率 2.67%，基本与阿里巴巴广告货币化率持平。我们认为，拼多多目前仍然在高速的增长阶段，尤其作为去中心化的流量分发平台，佣金收入短期不会提升，因此，整体货币化率提升空间不大，则营收增速与 GMV 增速直接相关。以货币化率 2.8%左右计算，预计 2019-2021 年三年营收 CAGR 65%。

图表 41 拼多多 GMV、活跃买家、ARPU 与复购预测

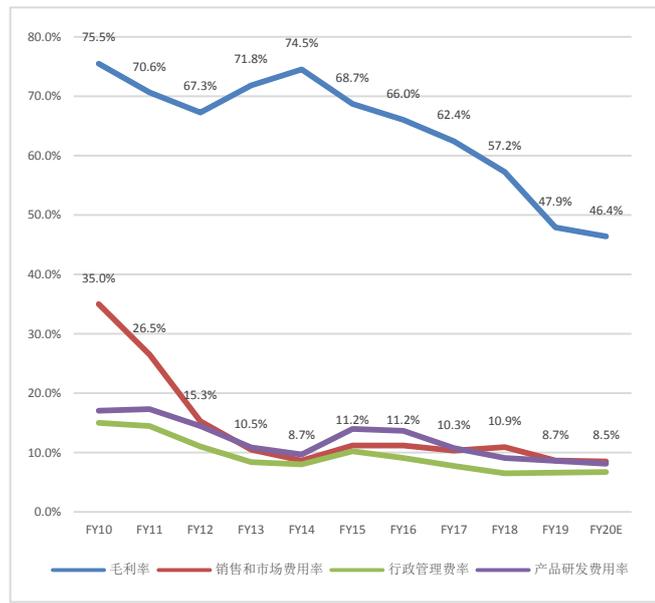
	2017	2018	2019E	2020E	2021E
GMV (亿元)	1412	4716	11112	19679	27929

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
同比	1069%	234%	136%	77%	42%
活跃买家 (亿)	2.45	4.19	5.23	5.75	6.04
同比	389.6%	71.0%	25.0%	10.0%	5.0%
活跃买家人均消费额 (元)	576.80	1126.88	2124.17	3419.92	4622.36
同比	1.31	0.95	0.89	0.61	0.35
订单数 (亿)	43.00	111.00	201.19	309.83	403.40
同比		158%	81%	54%	30%
客单价 (元)	32.84	42.49	55.23	63.52	69.23
同比		29%	30%	15%	9%
单客购买频次	17.57	26.52	38.46	53.84	66.76
		51%	45%	40%	24%

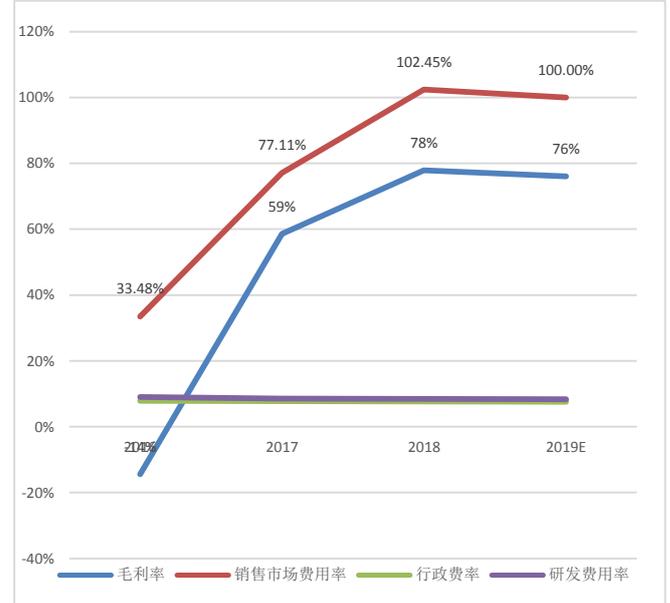
资料来源: 公司公告、华创证券预测

从成本与费用端考量, 拼多多毛利率维持在 80% 上下, 阿里巴巴 2011-2014 年毛利率 70%-75% 之间。主要源于拼多多起源于社交电商微信流量带来的极低获客成本, 以及阿里巴巴涉及到物流等其他领域低毛利业务。我们预计未来拼多多仍将保持 80% 左右毛利率。

在费用方面, 拼多多行政管理费用以及研发费用与早期阿里巴巴相差不大。但是营销与市场费用率远高于早期的阿里巴巴, 主要由于拼多多作为市场的新进入者, 较早期的阿里巴巴面临更加激烈的市场竞争。为了在已经成熟的电商高壁垒中进行获客, 拼多多不得不投巨大的品牌广告开支进行知名度拓展, 同时以补贴和大规模线上广告买量不断拉动复购与点击。但是我们认为, 高营销投入一般存在与电商获客的早期。尤其大规模品牌广告, 一般适用于新品类或者新产品推广, 以跑马圈地的方式迅速圈出目标用户, 随着拼多多进行用户增长的稳态期, 这部分费用将适时下降。同时, 在补贴部分, 我们判断补贴将与一二线城市占比与复购率相关, 当拼多多一二线与五环外用户结构趋于合理后, 补贴会相对减缓。从趋势来看, 2019 年 Q2 销售费用率 84%, 同比与环比迅速下降。但由于短期市场竞争的格局, 我们认为 2019 年全年销售费用仍维持 102% 的增速, 销售费用率为 85%, 营销与销售费用 2019-2021 年分别为 279 亿、437 亿、620 亿, 对应销售费用率 85%、80%、70%。

**图表 42 阿里巴巴 FY2010-FY2020 费用率与毛利率**


资料来源: 公司公告, 华创证券

**图表 43 拼多多 FY2010-FY2020 费用率与毛利率**


资料来源: 公司公告, 华创证券

## (二) 估值逻辑

在估值逻辑上, 拼多多短期内的盈利能力不可见, 因此我们对照阿里巴巴、京东、美团等交易类平台初期估值办法, 采取 **P/GMV 估值**。由于阿里巴巴市值中包含云计算、文娱、物流等部分, 而京东、苏宁属于自营业务, 美团属于自营与第三方综合业务, 皆与拼多多的纯第三方流量平台业务有所不同, 为了双重验证, 我们同时采用 **P/活跃买家** 方法进行验证估值。

P/GMV 方法下, 我们综合 2019 年阿里巴巴、京东、美团的 P/GMV 均值为 0.41, 拼多多截止 2019 年 Q2 数据显示 P/GMV 0.50, 因此我们给予 2019 年全年 P/GMV 0.41 倍, 我们预测 2019-2021 年 GMV 分别为: 11112 亿/19679 亿/27929 亿, 对应估值为 660.3 亿美元。

P/活跃买家方法下, 我们综合阿里巴巴、美团、京东、快手等 P/活跃买家, 结合单个活跃买家 ARPU 值。阿里巴巴、京东 P/活跃买家分别为: 4569 元、967 元, 年度 ARPU 对应值为 9589 元/5428 元, 拼多多 2019 年年度 ARPU 为 1893 元: 我们认为从拼多多的用户质量与用户结构来看, 参照快手的 P/活跃买家 较为合理, 给予拼多多 2019 年 750 元 P/活跃买家, 对应 2019 年拼多多活跃买家 5.23 亿, 对应估值为 568 亿美元。

综合 **P/GMV 估值与 P/活跃买家估值**, 我们给予拼多多合理估值 **614 亿美元**。

**图表 44 拼多多 P/GMV 估值与 P/活跃买家估值**

公司	2019 年用户数 (亿)	2019 年 GMV (万亿元)	总市值 (亿) 2019-11-06	P/GMV	P/USER	P/E	P/S
阿里巴巴 (FY2020E)	7.3	7	33351	0.48	4569	30.64	7
美团	5.2	0.88	5017	0.57	965	N/A	3
京东	3.5	1.9	3386	0.18	967	64.07	4
快手	2.2 (DAU)	N/A	1650	N/A	750	N/A	N/A

资料来源: Bloomberg, 华创证券 (总市值采用 2019 年 11 月 6 日收盘价, 快手市值为 pre IPO 估值 250 亿美元)

## 六、风险提示：

电商行业竞争加剧：面临阿里巴巴、京东、苏宁以及其他垂类电商的激烈竞争，对拼多多的 GMV 增速以及补贴造成极大的压力。使得短期内营销与销售费用可能仍旧需要维持高企，对公司经营造成压力。

与微信的合作面临较大不确定性，虽然目前占据九宫格中的一级流量入口，但是包括京东也面临极强的不确定性。目前拼多多的流量对于微信仍旧有较强的依赖性，2019 年 9 月以来，微信加强站外拼团链接的管控，强化了这种流量合作的不确定性。

平台面临假货风险、电商法趋严风险。平台在迅速扩张期面临管控缺失的风险，早期假冒伪劣商品较多，拼工厂产品存在一部分家庭作坊制生产模式，为产品的品控、平台的进一步监管提出了更高的要求。同时，伴随着电商法的落地执行电商的运营将会朝着规范化发展。

**附录：财务预测表**
**资产负债表**

会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
现金及现金等价物	30,540	49,074	76,413	98,268
应收款项合计	1,267	2,642	5,350	8,216
存货	0	0	0	0
其他流动资产	954	954	954	954
流动资产合计	40,391	18,427	17,493	19,546
固定资产净值	29	1,432	1,276	0
权益性投资	0	0	0	0
其他长期投资	0	0	0	0
商誉及无形资产	2,579	0	0	2,579
土地使用权	0	0	0	0
其他非流动资产	183	183	183	183
非流动资产合计	2,791	12,612	12,556	14,103
资产合计	43,182	31,038	30,049	32,047
应交税金	0	0	0	0
短期借贷及长期借贷	0	3,534	3,813	3,984
当期到期部分				
其他流动负债	24,359	29,231	35,078	42,093
流动负债合计	24,359	15,313	16,525	17,263
长期借贷	0	0	0	0
其他非流动负债	0	13,187	13,187	13,187
非流动负债合计	0	37,546	37,546	37,546
负债合计	24,359	52,859	54,071	54,810
归属母公司股东权益	0	-6,474	8,934	9,921
少数股东权益	0	0	1	0
所有者权益合计	0	-6,474	9,198	10,276
负债和股东权益	24,359	45,411	46,778	51,734

**现金流量表**

会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	7,768	-6,474	-1,662	2,855
净利润	-10,217	-6,474	-3,168	-3,710
折旧与摊销	497	9	2,023	0
营运资本变动	0	10,404	-1,061	-1,434
其他非现金调整	17,488	19,000	23,000	20,000
投资活动现金流	-7,549	-10,459	-10,456	-1,000
出售固定资产收到的	0	0	0	0
现金				
资本性支出	0	469	469	0
投资减少	0	0	0	0
其他投资活动产生的	-7,549	0	0	0
现金流量净额				
融资活动现金流	17,344	7,000	280	0

**利润表**

会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
营业总收入	13,120	32,871	59,801	87,186
主营业务收入	13,120	32,871	59,801	87,186
其他营业收入	0	0	0	0
营业总支出	23,920	42,075	66,379	91,040
营业成本	2,905	7,889	13,754	19,181
营业开支	21,014	34,186	52,625	71,859
营业利润	-10,800	-9,204	-6,578	-3,854
净利息支出	-585	-1,222	1,180	-50
权益性投资损益	0	-34	1	2
其他非经营性损益	-12	0	0	0
非经常项目前利润	-10,227	-8,017	-3,062	-3,802
非经常项目损益	0	0	0	0
除税前利润	-10,227	-8,017	-3,062	-3,802
所得税	0	0	27	0
少数股东损益	0	0	0	0
持续经营净利润	-10,227	-8,017	-3,168	-3,802
非持续经营净利润	-80	0	0	0
净利润	-10,308	-8,017	-3,168	-3,802
优先股利及其他调整项	0	0	0	0
归属普通股股东净利润	-10,308	-8,017	-3,168	-3,802
EPS (摊薄)	-2.22	-1.72	-0.62	-0.82

**主要财务比率**

成长能力				
营业收入增长率	652.3%	108.6%	102.5%	53.6%
归属普通股股东净利润增长率	2015.9%	-37.2%	-46.6%	-131.1%
获利能力				
毛利率	77.9%	76.0%	77.0%	78.0%
净利率	-78.6%	-23.7%	-7.8%	-4.4%
ROE	-938.4%	200.0%	-30.1%	10.5%
ROA	-36.5%	-15.7%	-10.4%	3.2%
偿债能力				
资产负债率	100.0%	116.4%	80.3%	80.1%
流动比率	165.8%	70.3%	56.8%	56.4%
速动比率	165.8%	70.3%	56.8%	56.4%
每股指标 (元)				
每股收益	-2.22	-1.39	-0.82	-0.80
估值比率				
P/S	27.1	13.0	6.4	4.2
EV/EBITDA	-34.8	-55.0	-116.3	-96.0

资料来源：公司公告，华创证券预测

## 电子&海外科技组团队介绍

### TMT 大组组长、首席电子分析师：耿琛

美国新墨西哥大学计算机硕士。曾任新加坡国立大学计算机学院研究员，中投证券、中泰证券研究所电子分析师。2016年新财富电子行业第五名团队核心成员，2017年加入华创证券研究所。

### 研究员：靳相宜

北京大学、英国伦敦大学学院双硕士。2018年加入华创证券研究所。

## 华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	北京机构销售总监	010-66500809	zhangyujie@hcyjs.com
	杜博雅	高级销售经理	010-66500827	duboya@hcyjs.com
	张菲菲	高级销售经理	010-66500817	zhangfeifei@hcyjs.com
	侯春钰	销售经理	010-63214670	houchunyu@hcyjs.com
	侯斌	销售经理	010-63214683	houbin@hcyjs.com
	过云龙	销售经理	010-63214683	guoyunlong@hcyjs.com
	刘懿	销售经理	010-66500867	liuyi@hcyjs.com
	达娜	销售助理	010-63214683	dana@hcyjs.com
广深机构销售部	张娟	所长助理、广深机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	罗颖茵	高级销售经理	0755-83479862	luoyingyin@hcyjs.com
	段佳音	销售经理	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	朱研	销售经理	0755-83024576	zhuyan@hcyjs.com
	花洁	销售经理	0755-82871425	huajie@hcyjs.com
	包青青	销售助理	0755-82756805	baoqingqing@hcyjs.com
上海机构销售部	石露	华东区域销售总监	021-20572588	shilu@hcyjs.com
	张佳妮	高级销售经理	021-20572585	zhangjianian@hcyjs.com
	潘亚琪	高级销售经理	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	沈颖	销售经理	021-20572581	shenyin@hcyjs.com
	汪子阳	销售经理	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com
	柯任	销售经理	021-20572590	keren@hcyjs.com
	何逸云	销售经理	021-20572591	heyiyun@hcyjs.com
	蒋瑜	销售经理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
	施嘉玮	销售助理	021-20572548	shijiawei@hcyjs.com
	吴俊	销售经理	021-20572506	wujun1@hcyjs.com
	董昕竹	销售经理	021-20572582	dongxinzhu@hcyjs.com

## 华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

### 公司投资评级说明:

强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数 20%以上;  
推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数 10% - 20%;  
中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10% - 10%之间;  
回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% - 20%之间。

### 行业投资评级说明:

推荐: 预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5%以上;  
中性: 预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5% - 5%;  
回避: 预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5%以上。

## 分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明:

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断; 分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

## 免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的, 但本公司不保证其准确性或完整性。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。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。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议, 也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况, 自主作出投资决策并自行承担投资风险, 任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有, 本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“华创证券研究”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场, 请您务必对盈亏风险有清醒的认识, 认真考虑是否进行证券交易。市场有风险, 投资需谨慎。

## 华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址: 北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A	地址: 深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际商务中心 A 座 19 楼	地址: 上海浦东银城中路 200 号 中银大厦 3402 室
邮编: 100033	邮编: 518034	邮编: 200120
传真: 010-66500801	传真: 0755-82027731	传真: 021-50581170
会议室: 010-66500900	会议室: 0755-82828562	会议室: 021-20572500