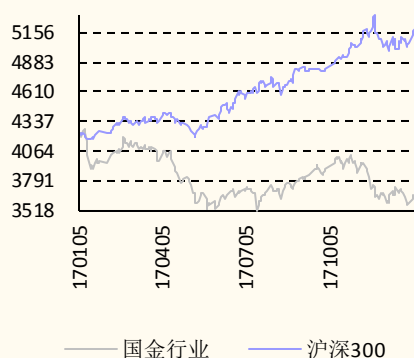


市场数据(人民币)

市场优化平均市盈率	16.69
国金商业贸易产业指数	3425.51
沪深 300 指数	3898.64
上证指数	3180.16
深证成指	10726.96
中小板综指	10870.85



相关报告

- 1.《商贸零售行业 2018 年一季报前瞻》，2018.4.9
- 2.《“独角兽”回归 A 股，优质龙头估值存在向上空间》，2018.4.2
- 3.《中美贸易摩擦对商贸零售行业影响几何？》，2018.3.25
- 4.《1-2 月社零总额增长 9.7%，品质消费趋势延续》，2018.3.19
- 5.《开元商业、利群股份相继站队，新零售战场升级》，2018.3.12

唐川

 分析师 SAC 执业编号：S1130517110001
 tangchuan@gjzq.com.cn

新零售团队

 联系人：
 chengwenjuan@gjzq.com.cn

新零售系列报告之二：腾讯领投 30 亿美金，拼多多或将成为电商第三极

报告要点

- 社交电商拼多多已于近日完成 30 亿美金的新一轮融资，估值接近 150 亿美金，投资方包括腾讯、红杉，其中腾讯为领投资方。拼多多的成功离不开腾讯的鼎力支持。2018 年春节期间，微信全球月活跃用户突破 10 亿，截止 2018 年 2 月，微信月度总有效时长 178.57 亿小时，月度独立设备数达 9.78 亿台，遥遥领先于其他 APP。在微信的重点扶持下，拼多多仅用两年半的时间，就取得了 3 亿用户、400 亿 GMV 的骄人战绩，成为当之无愧的电商黑马。腾讯此番再次下注，毋庸置疑将会给拼多多带来更大想象空间。
- 追溯历史，我们发现，拼多多的成功主要源于三个方面：（1）成功抢占中低端消费市场机遇：由于年龄、收入、所属阶层的不同，消费者在消费习惯方面存在较大差异，这是个普遍的社会规律。近年来，在阿里、京东等电商巨头所倡导的消费升级革命中，商品和服务均出现高端化的趋势，中低端消费反而出现断层，这一特征在三、四线城市表现更为明显。以拼多多为代表的社交电商正是抓住了消费分级这一机遇，在巨头高度垄断的电商市场中迅速崛起。（2）微信小程序“社交+分享”加速流量裂变：拼多多的迅速崛起离不开微信流量和小程序的双重扶持。在 2016 年 7 月获得腾讯投资之后，拼多多正式开启爆发增长的序幕：一方面，依托微信强大的流量资源和小程序超强的社交属性加速流量裂变，用户数、GMV、订单量连创新高；另外一方面，凭借低价抢占低端电商市场，带动三线以下城市消费者的关联消费。在短短两年之内，拼多多的月度总有效时长、新装设备数、渗透率等多项核心指标已经媲美阿里京东，小程序也长期“霸屏”网络购物小程序榜首，创造了电商发展的新记录。（3）拼购、低价打造平台核心优势：不同于传统电商较为单一的价格营销，拼多多充分发挥微信平台的社交属性，主打社群的创意拼团玩法，在满足消费者利用社交分享获得优惠心理的同时，充分挖掘消费者的潜在需求，最大程度上实现了订单规模化，进而可以缩减供应链环节、获取更大的议价权、更好的让利消费者，从而带动供应链进入正向循环。
- 展望未来，如果拼多多能突破巨头拦截和商品服务升级两大瓶颈，则有望成就三足鼎立的电商新格局。短期来看，阿里等电商巨头的拦截成为拼多多面临的重大难题。“特价版”淘宝、京东拼购的上线，都将矛头直指拼多多，无论是在主打低价的商品层面，还是针对三、四线城市人群以及老年人的营销层面，拼多多并不占优势，这场大战已不可避免。因此，腾讯的此次注资意义非凡。长期来看，拼多多必须要完成从低价战略向品质战略的优化升级、满足不同层次消费者的需求，才能实现持续良性发展。从这个层面来看，商品和服务的升级就成为拼多多必须要突破的第二大难题，而与同为腾讯系的盟友京东联手则成为最佳之选。在突破以上两大瓶颈之后，拼多多或将成功晋级行业前三，开创三足鼎立的电商新格局。

投资建议

- 重点关注社交电商的受益者：腾讯、京东。

风险提示

- 消费需求不及预期；市场恶性竞争的风险

内容目录

一、追溯拼多多：社交电商独角兽的崛起之路	4
1、发展历程：两年实现三次跃迁	4
2、商业模式：社交+电商双轮驱动	5
3、亮眼业绩：创造电商发展新速度	5
二、解构拼多多：两年百亿美金的三重原因	6
1、原因一：抢占中低端消费市场风口	7
2、原因二：小程序“社交+分享”加速流量裂变	8
3、原因三：拼购、低价打造平台核心优势	9
三、展望拼多多：有望成就电商行业第三极	10
1、发展瓶颈：巨头阻截和质量短板成拦路虎	10
2、成功关键：实现商品和服务的双向升级	13
3、未来趋势：有望成就三足鼎立新格局	14
四、投资建议	15
风险提示	15

图表目录

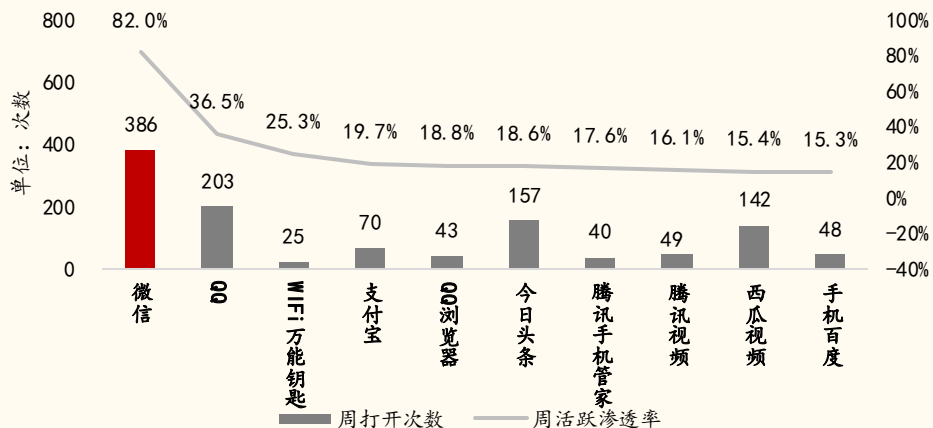
图表 1：2017 年度 APP 渗透率 TOP10	4
图表 2：拼多多发展历程	5
图表 3：拼多多月度 GMV 值	5
图表 4：拼多多部分入驻商家	5
图表 5：拼多多部分合作品牌	5
图表 6：网络购物 APP 月度总有效时长 TOP3	6
图表 7：网络购物 APP 月度新装设备数 TOP3	6
图表 8：购物类 APP 渗透率 TOP10 (2017.12.25-2017.12.31)	6
图表 9：2018 年 1-2 月网络购物小程序 TOP200 榜单（部分）	6
图表 10：电商品质化产业图谱	7
图表 11：2017 上半年不同城市级别网络购物消费者特征	7
图表 12：主要购物 APP 消费者性别结构	8
图表 13：主要购物 APP 消费者年龄结构	8
图表 14：微信流量裂变示意图	8
图表 15：拼多多分享卡片设计	9
图表 16：拼多多分享活动流程	9
图表 17：拼多多 APP 营销“漏斗”	9
图表 18：拼多多小程序营销“漏斗”	9
图表 19：拼多多的供给流通模型	9
图表 20：淘宝的供给流通模型	9
图表 21：拼多多商品流通过程	10
图表 22：拼多多主要营销模式流程图	10

图表 23: 京东拼购小程序主页.....	11
图表 24: 淘宝特价版 APP 主页	12
图表 25: 拼多多、淘宝特价、京东拼购促销活动对比.....	12
图表 26: 电商平台入驻费用及资质对比.....	13
图表 27: 电商投诉占比 TOP3.....	14
图表 28: 电商投诉占比 TOP3 的投诉反馈率	14
图表 29: 2017 年 12 月电商类 APP 月度活跃用户 TOP3.....	14

一、追溯拼多多：社交电商独角兽的崛起之路

社交电商拼多多已于近日完成 30 亿美金的新一轮融资，估值接近 150 亿美金，投资方包括腾讯、红杉，其中腾讯为领投资方。早在 2016 年 7 月，腾讯就参与过拼多多 1.1 亿美元的 B 轮融资。腾讯此番再次下注，表明拼多多在腾讯智慧零售体系中具有非常重要的战略意义，也为拼多多带来更大的想象空间。拼多多的成功离不开腾讯的鼎力支持。2018 年春节期间，微信全球月活跃用户突破 10 亿。截止 2018 年 2 月，微信月度总有效时长 178.57 亿小时，月度独立设备数达 9.78 亿台。2017 年 3 月至今，微信持续占据月度总有效时长和月度独立设备数第一名，遥遥领先于其它 APP。

图表 1：2017 年度 APP 渗透率 TOP10



来源：猎豹大数据，国金证券研究所

1、发展历程：两年实现三次跃迁

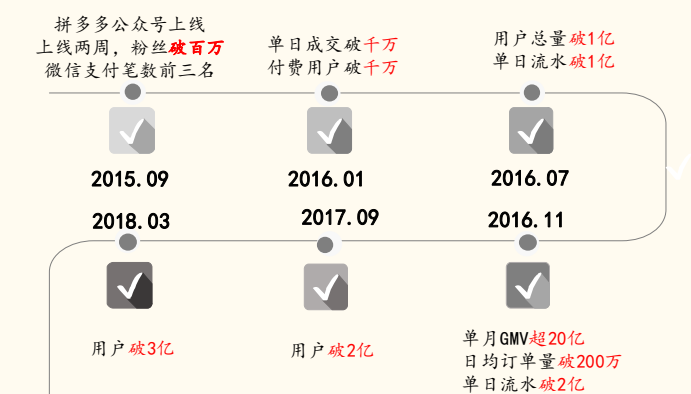
拼多多成立于 2015 年 9 月，追溯拼多多两年多的发展史，我们发现，爆红的拼多多在两年间共实现了三次跃迁：

(1) **业务初创期 (2015 年 9 月至 2016 年 7 月)**：该阶段拼多多的主要精力用于开拓市场和验证商业模式，因此用户数量增长缓慢，GMV 增长率较低。

(2) **快速发展期 (2016 年 7 月至 2017 年 5 月)**：拼多多已完成对市场的初步探索，业务线和运营端趋于成熟。获得腾讯融资后，微信给予了拼多多较大的流量支持，在短短四个月时间里，拼多多创下了单日流水翻番、月 GMV 突破 20 亿的成绩。

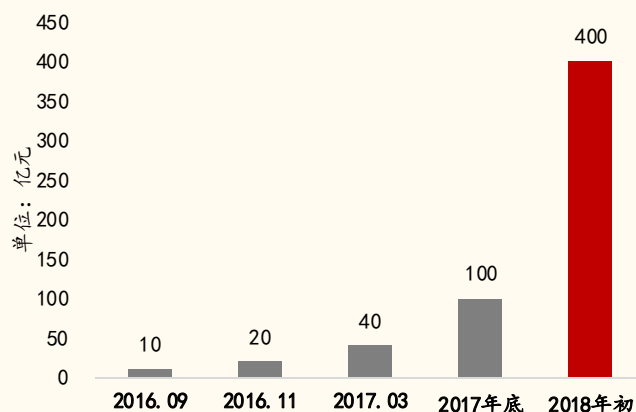
(3) **高速增长期 (2017 年 5 月至今)**：2017 年 5 月，受益于商业模式不断成熟和小程序正式上线的双重影响，拼多多低价+分享战略取得巨大成功。拼多多小程序上线仅仅 2 个月，月度活跃用户数突破百万量级，6 个月突破千万量级，年底达到 1 亿量级。单月 GMV 也从 2017 年 3 月的 40 亿，增长至年底的 100 亿，2018 年初已经突破 400 亿大关。

图表 2：拼多多发展历程



来源：拼多多官网、电子商务研究中心，国金证券研究所

图表 3：拼多多月度GMV值



来源：拼多多官网、电子商务研究中心，国金证券研究所

2、商业模式：社交+电商双轮驱动

拼多多致力于将娱乐社交的元素融入电商运营中，通过“社交+电商”的模式，让更多的用户带着乐趣分享实惠，享受全新的共享式购物体验。截止目前拼多多已经涵盖服饰、美妆、生鲜、百货、家电等数十个品类，入驻商家达到几十万家，合作品牌超过140个。

图表 4：拼多多部分入驻商家



来源：拼多多官网，国金证券研究所

图表 5：拼多多部分合作品牌

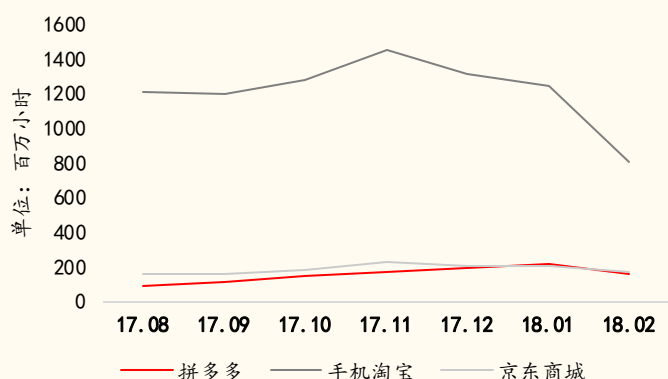


来源：拼多多官网，国金证券研究所

3、亮眼业绩：创造电商发展新速度

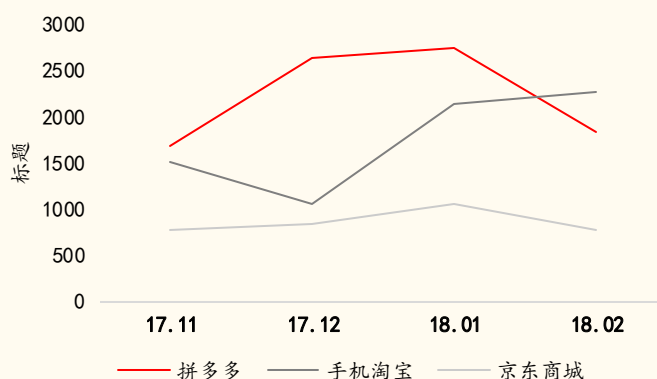
多项核心指标媲美阿里、京东。2017年8月以来，拼多多月度总有效时长与京东商城持平，且保持高速上涨趋势。2017年年底，拼多多渗透率高达8.72%，仅次于手机淘宝。2018年2月，拼多多APP月度总有效时长达161.9百万小时，仅次于手机淘宝和京东商城。2018年1月，拼多多新装设备数首次超过手机淘宝和京东。2018年2月，拼多多新装设备数达1842万台，超过京东商城。

图表 6：网络购物 APP 月度总有效时长 TOP3



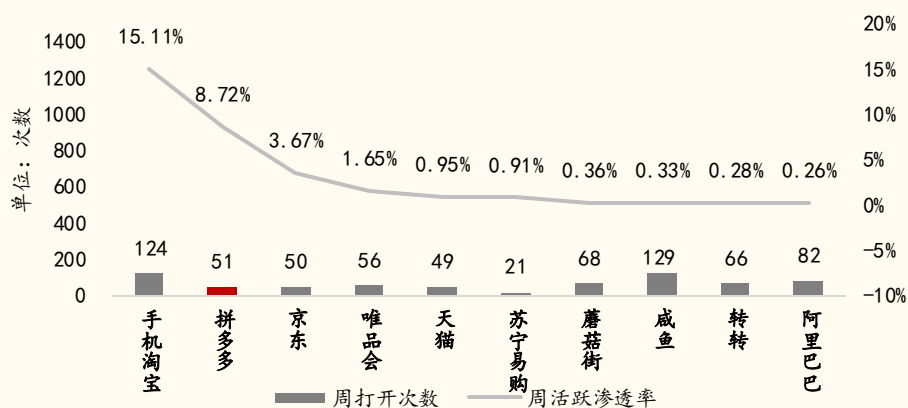
来源：艾瑞指数，国金证券研究所

图表 7：网络购物 APP 月度新装设备数 TOP3



来源：艾瑞指数，国金证券研究所

图表 8：购物类 APP 渗透率 TOP10 (2017.12.25-2017.12.31)



来源：猎豹大数据，国金证券研究所

拼多多小程序长期“霸屏”网络购物小程序榜首。在阿拉丁研究院发布的小程序月度排行榜中，拼多多已经连续 4 个月位居网络购物小程序第一。在 2018 年 1-2 月网络购物小程序 TOP200 榜单中，拼多多的阿拉丁指数高达 8906，首次超过京东位居第一。

图表 9：2018 年 1-2 月网络购物小程序 TOP200 榜单 (部分)

排名	小程序名称	阿拉丁指数	排名	小程序名称	阿拉丁指数	排名	小程序名称	阿拉丁指数
1	拼多多	8906	9	微店+	6042	17	小店微商城	5207
2	京东购物	8619	10	蜜芽拼团官方	5932	18	小米商城 Lite	5195
3	蘑菇街女装精选	7466	11	每日优鲜	5603	19	超级购物台	5170
4	女王的新款	6759	12	卷皮折扣	5503	20	转转官方	5168
5	美团	6712	13	苏酒生态圈	5489	21	骆驼官方商城	5159
6	唯品会	6387	14	当当购物	5303	22	美安满	5133
7	大众点评	6321	15	天天刮奖	5298	23	深夜解忧杂货铺	5110
8	贝贝拼团	6308	16	楚楚拼划算	5281	24	爱回收手机回收	5097

注释：“阿拉丁指数”是一个致力于微信小程序指数排名的平台，可查询全网小程序排名指数变化情况，对有效帮助小程序创业者展示投资、广告、商务合作价值。快速让您了解行业排行，衡量小程序的传播价值、品牌价值、投资价值的指数平台。

来源：阿拉丁研究院，国金证券研究所制表

二、解构拼多多：两年百亿美金的三重原因

1、原因一：抢占中低端消费市场风口

电商巨头纷纷抢占消费升级及中高端市场。随着经济发展水平和居民消费能力不断提升、互联网和数字化技术在各行业的广泛应用，我们进入个性化消费升级新时代，阿里、京东等电商巨头纷纷抢占中高端市场。这场由巨头引领的消费升级趋势主要表现为：（1）更加注重技术革新所带来的生活智能化，如智能电视终端渗透率已达 80%以上；（2）更加注重技术革新带来的品质提升与营养价值提升，如曲面电视成为客厅的新宠，IH 电饭煲深受消费者追捧；（3）更加注重健康与卫生，如空气净化器、净水设备、按摩椅、扫地机器人、除螨仪、吸尘器等，频频出现市场爆款；（4）更加注重节能环保，如居民在购买空调、冰箱和洗衣机时，首要考虑的因素是如何节水、节电等功能；（5）更加注重生活品味与艺术，如一体化的生活家电，智能手机的时尚、美感、颜色已经成为必不可少的元素。

图表 10：电商品质化产业图谱



来源：艾瑞咨询，国金证券研究所

拼多多填补中低端消费空白。在电商巨头倡导的消费升级革命中，无论商品还是价格均出现高端化的趋势，中高端市场成为巨头抢夺的重点，而一二线城市的中低端市场及低线城市的低线消费反而出现断层。而以拼多多为代表的社交电商正是抓住了这一机遇，在巨头高度垄断的电商市场中迅速崛起。

图表 11：2017 上半年不同城市级别网络购物消费者特征

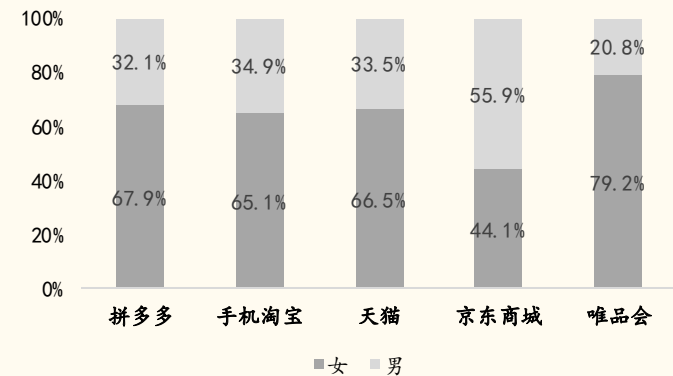
绘图区	消费群体占比	电商基础设施	网购观念	网购经验	群体收入	时间成本	消费偏好
一线城市	18.4%	完善	很强	很多	很高	很高	注重品质
二线城市	37.7%	基本完善	强	多	高	高	注重性价比
三线城市	18.0%	基本成型	一般	一般	一般	一般	价格和品质间平衡
四线城市	25.9%	不太完备	一般	少	低	低	更容易被低价吸引

来源：iiMedia Research，国金证券研究所

年轻女性群体和三四线城市成主阵地。拼多多的客户结构存在以下特点：（1）女性消费者占比高达 67.94%，这一比例已经超过淘宝、天猫和京东商城，成为仅次于唯品会的第二大平台。（2）30 岁以下消费者占比过半。据拼多多官方披露的数据显示，24 岁以下消费者占比 25.2%、30 岁以下消费者占比 56.3%，30 岁以下客户占比远高于其它电商。（3）三线以下城市消费者占比近 65%。从客户的地域分布来看，一线城市占比为 7.6%，低于京东的 15.7%，而三线

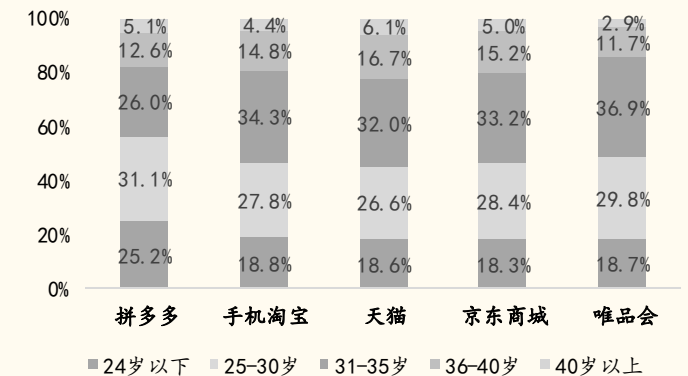
以下城市占比 65%，远高于其它电商，这意味着拼多多巨头觊觎已久的低线城市具有更高渗透率。

图表 12：主要购物 APP 消费者性别结构



来源：艾瑞指数，国金证券研究所

图表 13：主要购物 APP 消费者年龄结构



来源：艾瑞指数，国金证券研究所

2、原因二：小程序“社交+分享”加速流量裂变

借助微信小程序的社交功能，实现流量的快速裂变。借助微信小程序，拼多多即可顺利完成从社群流量引入到流量裂变全过程：（1）流量引入。通过公众号或广告等入口进入小程序，实现流量的首次引入。（2）二次回流。借助服务消息进行“消费提醒”，实现消费者的二次回流，或从搜索入口进入，实现流量的主动回流。（3）流量裂变。借助营销手段引导消费者分享卡片，实现从老客户向新客户的扩张裂变。

图表 14：微信流量裂变示意图



来源：中国商业信息网，国金证券研究所

小程序可以有效提升商品触达率及消费者转化率。小程序可实现对分享卡片的个性化编辑和排版，比 APP 分享界面设计更加多元，这一功能使拼多多的用户阅读率提升 50%。（2）传播途径更加多元，提升留存率。拼多多小程序活动页面、消息推送卡片和用户分享卡片都实现信息传播和用户传导，统计数据表明用户留存率较 APP 增加 30%。

图表 15：拼多多分享卡片设计



来源：中国商业信息网，国金证券研究所

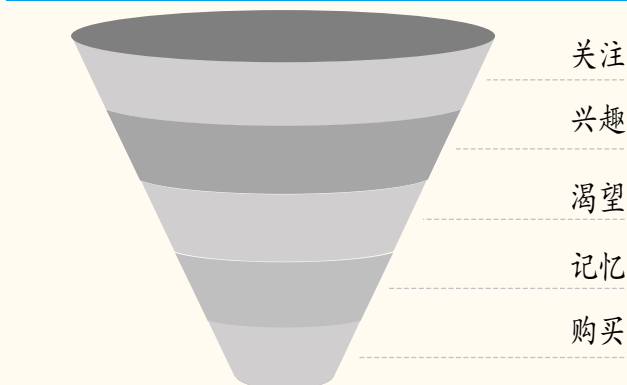
图表 16：拼多多分享活动流程



来源：中国商业信息网，国金证券研究所

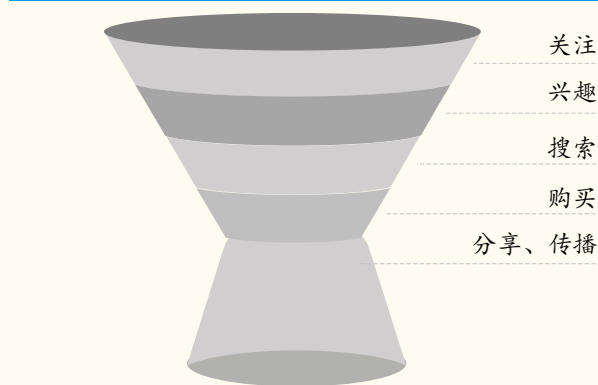
小程序改变传统营销模式。在传统的营销模式中，消费者经过关注、兴趣、渴望、记忆四层筛选之后，最后能够转化为购买的数量不足 20%，而以小程序为主导的社交营销模式中，转化为购买的消费者能通过分享、传播等手段实现流量的再次聚集，打造社交分享新购物场景。

图表 17：拼多多 APP 营销“漏斗”



来源：中国商业信息网，国金证券研究所制图

图表 18：拼多多小程序营销“漏斗”

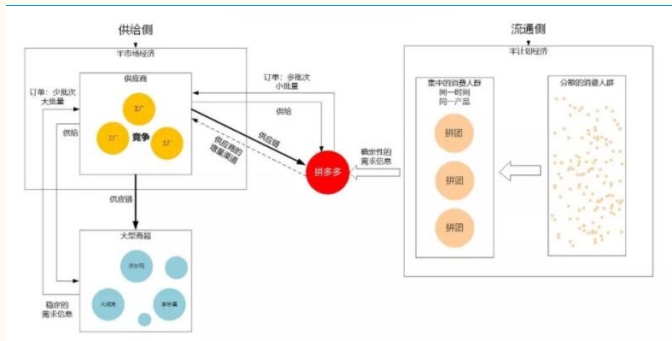


来源：中国商业信息网，国金证券研究所制图

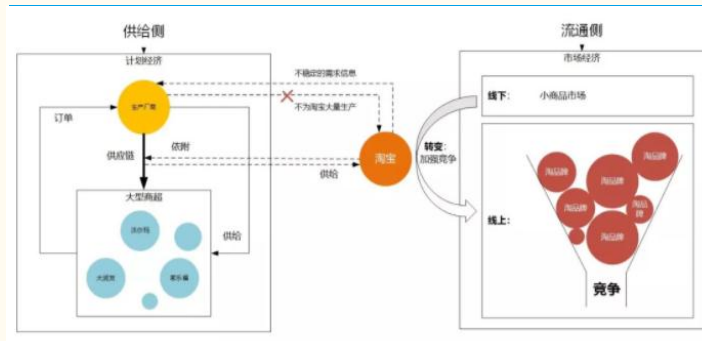
3、原因三：拼购、低价打造平台核心优势

拼购模式引导消费需求集中爆发，集采模式降本提效。拼多多采用的拼购模式可以在短时间之内引导消费者需求的集中爆发，也就是订单量的集中爆量，这种模式可以为拼多多带来两大好处：（1）**流通侧计划更强。**拼购模式有助于拼多多在短时间之内实现对用户和商品的聚集效应，快速明确订单信息，从而加强在商品流通侧的计划性。（2）**供给侧议价能力更强。**拼多多供给侧多为中小厂家，小批量、多批次的高频采购可以增强工厂之间的竞争，与淘宝商家的单一供货模式相比，拼多多具有更强的议价能力。

图表 19：拼多多的供给流通模型



图表 20：淘宝的供给流通模型

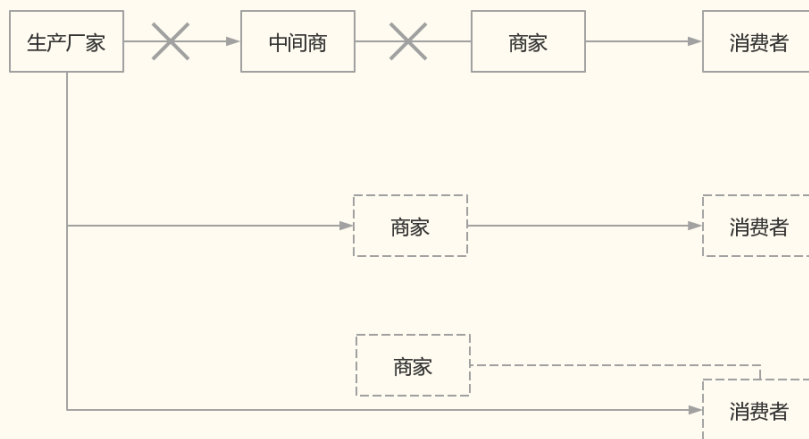


来源：36Kr，国金证券研究所

来源：36Kr，国金证券研究所

精简供应链流程，降低采购成本。拼多多通过直接与厂商合作的方式尽量精简供应链流程，最大化降低采购成本。拼多多的商品流通有两种模式：（1）预采模式，即商家根据消费者的订单向厂家订货，厂家发货给商家，然后由商家发货给消费者。（2）预售模式，即商家先不进货，仅向消费者展示商品信息，待消费者下单后，再将订单发送给厂家，由厂家直接发货给消费者。

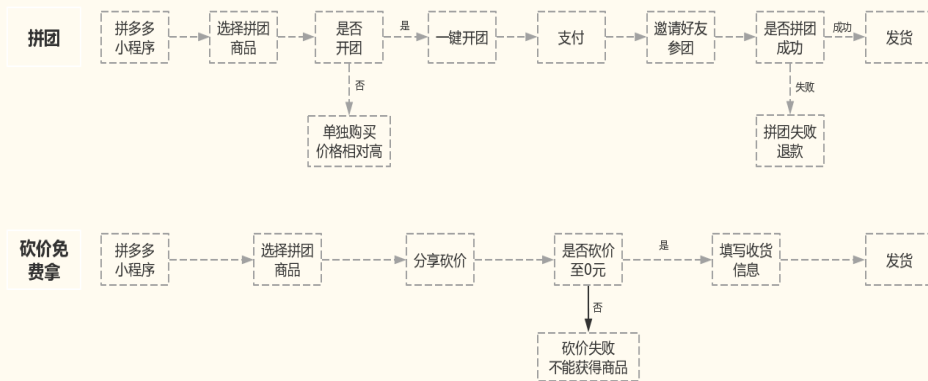
图表 21：拼多多商品流通过程



来源：公司官网、国金证券研究所制图

低价策略降低获客成本，提升用户粘性。借助拼团、砍价免费拿等系列优惠活动，拼多多打造了“以旧带新、以新带新”的用户增长模式，主要优点包括：（1）低价促销降低广告成本。拼多多的低价促销以“邀请好友参与”为目的，直接触及用户端，最大程度的降低获客成本和广告成本（2）低价吸引用户二次购买，提升顾客忠诚度。拼多多的低价引流策略对中低端消费者具有巨大的吸引力，虽然存在买到假冒伪劣商品的风险，但消费者本身对低价商品的质量有所预期，加上试错成本较低，因此依然会保持较高的购物热情，客户复购率和忠诚度都保持在较高水平。

图表 22：拼多多主要营销模式流程图



来源：公司官网、国金证券研究所制图

三、展望拼多多：有望成就电商行业第三极

1、发展瓶颈：巨头阻截和质量短板成拦路虎

- 阿里、京东纷纷加入拼购战场，对拼多多形成合围之势

拼多多的爆红让电商巨头重新审视中低端消费，阿里、京东纷纷布局低价市场。2017年8月，京东在APP及小程序中植入拼购模块。2018年3月，京东拼购启动大型招商活动，进一步增强拼购业务实力。

图表 23：京东拼购小程序主页



来源：京东小程序，国金证券研究所

2018年3月，淘宝推出定位低价商品的淘宝特价App，这意味着淘宝正式进军拼购市场。

图表 24：淘宝特价版 APP 主页



来源：淘宝特价版 APP，国金证券研究所

从拼多多、淘宝特价、京东拼购三家的促销活动数据来看，我们发现三个特点：
（1）**拼多多促销活动最多**。拼多多 APP 及小程序促销活动共计 14 项，淘宝和京东仅为 7 项。其中“砍价免费拿”为拼多多特有促销活动。（2）**淘宝供应端资源优势最强**。淘宝的超市甩卖、超值量贩、货源直供等将线上和线下进行链接，通过供应端直卖或甩卖打造低价。（3）**京东拼购尚未独立运营**。目前京东拼购仍属京东 APP 和小程序的子版块，我们预计在不久的将来，京东拼购业务也将独立运营。京东拼购的特色在于借助“达人推荐”的粉丝效应实现优质商品的二次爆发。

图表 25：拼多多、淘宝特价、京东拼购促销活动对比

优惠活动	拼多多小程序	拼多多 APP	淘宝特价 APP	京东拼购 (京东 APP)	京东拼购 (京东小程序)
拼团优惠	√	√		√	√
品牌清仓	√	√		√	√
限时抢购	√	√	√		
9.9 元特卖	√	√	√		
砍价免费拿	√	√			
名品折扣	√	√			
海淘	√	√			
限时试新	√	√			
一分抽奖	√				
分百万红包	√				
疯狂猜成语	√				
助力享免单		√			

优惠活动	拼多多 小程序	拼多多 APP	淘宝特价 APP	京东拼购 (京东 APP)	京东拼购 (京东小程序)
天天领现金		√			
现金签到		√	√		
特卖清仓			√		
超值量贩			√		
超市甩卖			√		
货源直销			√		
9.9 元拼				√	√
新客专享				√	√
自营优选				√	√
达人亲荐				√	√
扶贫助农				√	

来源：拼多多 APP、拼多多小程序、淘宝特价 APP、京东 APP、京东购物小程序，国金证券研究所制表

■ 业务短板：质量和服务是拼多多发展短板

相比于天猫和京东，拼多多的入驻门槛较低，个人商家可以实现零要求入驻，企业商家的入驻门槛也很低，在短时间内吸引了大量商家的入驻，但良莠不齐的商家给拼多多带来了大量的假冒伪劣、售后服务难、以次充好、短斤缺两、虚假宣传等负面影响，成为拼多多难以摆脱低质阴影。

图表 26：电商平台入驻费用及资质对比

	拼多多	淘宝	天猫	京东
保证金	0.1-1 万元	0.1 万元	5/10 万元	1-10 万元
年费	0	0	6 万元	0.6 万元
扣点	0	0	5%	12% 以上
积分	0	0	至少 0.5%	
其它 费用	代微信收 0.6% 交易手续费	10-3600 不等	30-3600 不等	-
资质	企业店铺需要 三证	有支付宝账户 即可开店	注册资本 50 万元及 以上，公司 7 证齐 全，化妆品食品等类 目要有相应的前置许 可证	注册资本 50 万元及 以上，公司 7 证齐 全，化妆品食品等类 目要有相应的前置许 可证

来源：36Kr，国金证券研究所制表

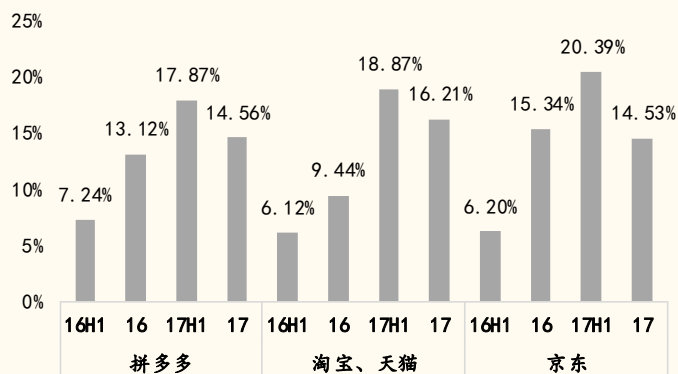
2、成功关键：实现商品和服务的双向升级

■ 关键点一：优化升级，提升商品和服务品质

拼多多重拳封杀售假商家，多项措施并举提升用户体验。面对日益严重的质量问题，拼多多通过罚款、冻结货款、扣收保证金等方式严厉打假，并承诺假一赔十。据《2017 年拼多多消费者权益保护年报》披露的数据显示，2017 年拼多多主动下架 1070 万件疑似侵权商品，全年拦截 4000 万条侵权链接。同时设立 1.5 亿消费者保障基金，如消费者遇到售后纠纷时，拼多多核实后将先行垫付，帮消费者处理售后纠纷并维权索赔。截至 2017 年底，拼多多平台上消费者售后纠纷退款率降低 10 倍，投诉一次性解决率大幅上升，93% 的问题在 48 小时内得到解决。

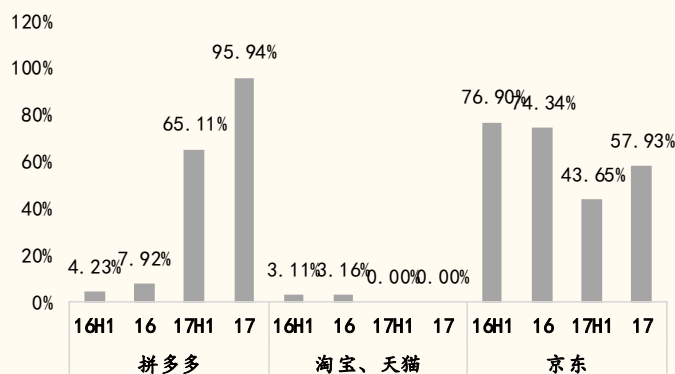
拼多多目前已有一套先进的假货防控体系，通过大数据拉网式排查、品牌权利人密切合作、消费者投诉举报等多种途径，完善消费者的购物体验。

图表 27：电商投诉占比 TOP3



来源：电子商务研究中心，国金证券研究所

图表 28：电商投诉占比 TOP3 的投诉反馈率



来源：电子商务研究中心，国金证券研究所

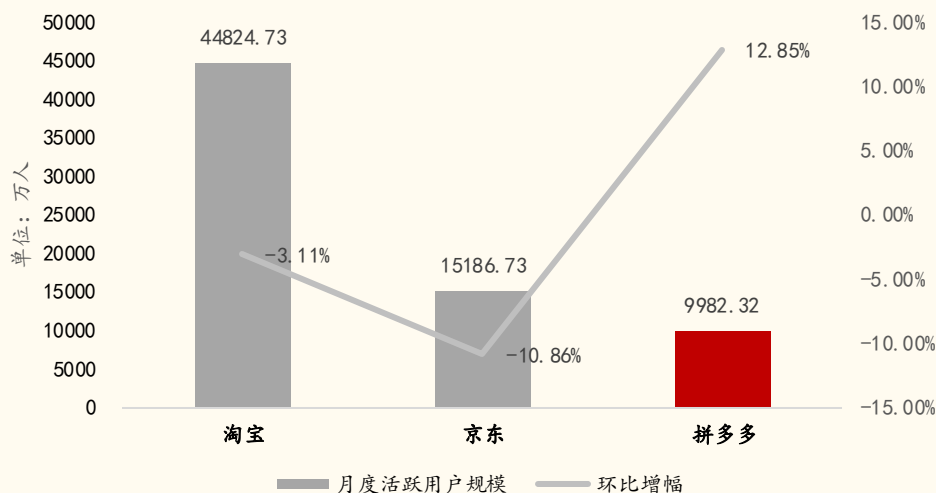
■ 关键点二：借盟友之力，实现商品和服务双向升级

京东是拼多多实现再次跨越的强劲助力。商品质量差和电商基础设施不完善是阻碍拼多多发展的短板，同为腾讯系盟友的京东则有望帮助拼多多快速弥补业务短板。京东在物流、金融、供应链等电商基础设施方面具有很强的实力。如果拼多多与京东达成合作，则有助于拼多多快速补齐电商短板，高效率、低成本的完成产业链闭环。

3、未来趋势：有望成就三足鼎立新格局

拼多多活跃用户数或超淘宝京东。截止 2017 年 12 月，拼多多活跃用户数接近 1 亿人，环比增速为 12.85%，而淘宝、京东活跃用户数成环比下降趋势。如若继续保持该增速，预计到 2018 年年底拼多多的单月活跃用户数将达到 4.26 亿，届时将超过淘宝和京东，成为月度活跃用户数最高的电商平台。

图表 29：2017 年 12 月电商类 APP 月度活跃用户 TOP3



来源：易观咨询，国金证券研究所

拼多多单月 GMV 有望超过京东。基于三个假设：(1) 2018 年拼多多能继续保持 400% 的增速；(2) 京东能够实现 80% 的增长预期；(3) 淘宝能够实现 20% 的增长。据此我们可以推算出，截止 2018 年底，拼多多单月 GMV 有望达到 2000 亿规模，接近淘宝的 2526 亿，超越京东的 1950 亿水平。

腾讯增资助力拼多多抵御阿里攻击。纵观拼多多的三次跃迁，都离不开腾讯的支持。面对来自电商巨头的截杀，拼多多已经站在了面临生死抉择的关键节点，只有继续前进才能比肩阿里、京东，晋级一线电商。而腾讯无论从资金、流量、支付、技术上都拥有较强实力，因此腾讯的此次注资具有非常重要的战略意义。此外，拼多多是继京东之后，腾讯进军电商领域的又一利器，也是腾讯无界零

售战略落地实施的先锋均，因此腾讯持续为拼多多注资，抵御来自阿里的竞争也是必然之选。

综上，我们认为，在腾讯的大力扶持下，拼多多将有望改变阿里京东两家独大的格局，成为电商增长的第三极。

四、投资建议

■ 腾讯控股(0700)

拼多多将助力腾讯电商实现持续增长。作为微信流量变现的试点，拼多多模式的成功将有助于提升微信流量在电商行业的变现能力，这种一旦实验成功将会快速复制到腾讯电商的其他环节，为京东、美团等腾讯系电商带来新的增量。

腾讯是社交电商发展的最终受益者。腾讯作为社交电商的底层生态，随着流量变现能力的提升，将带动零售、支付等产业链相关环节的实现爆发。

■ 京东 (JD)

拼多多模式的成功，将有助于京东实现对三线以下城市的快速渗透，从而带动自身电商业务及物流、金融等相关业务的爆发。

风险提示

消费需求不及预期：居民收入增速放缓，消费需求端预期增速与实际存在较大差异，行业增速大幅放缓。

恶性竞争风险：阿里、苏宁等电商巨头将对拼多多业务发展形成较大阻碍，恶性竞争将增大拼多多增速放缓的风险。

公司投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

行业投资评级的说明：

买入：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 15%以上；
增持：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%—15%；
中性：预期未来 3—6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5%—5%；
减持：预期未来 3—6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，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，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。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务专业投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中的专业投资者使用；非国金证券客户中的专业投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7GH