

商业贸易

证券研究报告

2018 年 07 月 02 日

【估值思考】拼多多上市：过去、现在、未来

我们在《搅动格局的拼多多》报告中探讨拼多多的商业模式、流量来源、转化、留存和变现等问题。现拼多多向 SEC 提交上市申请，我们认为当前核心问题在于通过数据分析公司历史经营、估值区间和长期投资关注点。

1、过去完成时：收获微信红利，用户与 GMV 快速增长

拼多多的 APP 安装渗透率、MAU、GMV 等指标表明其已成为国内第三大电商。2017、18Q1 其 GMV 分别为 1412 亿元、662 亿元，截至 18Q1 平台年活跃用户 2.95 亿。收入口径，17Q1 开始公司转型为平台电商，其主要通过在线广告和佣金实现收入；转型后公司毛利水平得以提升，18Q1 毛利率为 77%，且经营现金流良好，18Q1 末在手现金 86.34 亿元。我们认为拼多多的成功源于：a. 微信流量红利所带来的极低的获客成本（过去 12 个月平均获客成本 10.78 元）；b. 低线城市中电商渠道对传统渠道的取代。

2、现在进行时：最好的时点上市，估值参考京东 P/GMV

拼多多选择当前上市，我们认为原因主要在于 4 个方面：a. 美股处于历史高位；b. 微信流量红利阶段结束，进入新投入期，需要募集资金以备竞争；c. 接受公众监督，扭转负面形象；d. 腾讯系年内上市较多，财务投资变现。估值角度，多数看好拼多多的观点的逻辑支点都在于现在的拼多多是初期的淘宝。但是若按照早期的淘宝潜力进行估值，则隐含的假设还是拼多多能够演化出阿里今天的竞争格局，这显然是较难说服投资者的。所以我们认为，或可参考京东及阿里当前的 P/GMV 中枢，并给予一定的估值溢价，即 P/GMV 约为 0.3-0.4，则拼多多的估值落于 180-240 亿美金区间。

3、将来时：未来的风险点几何？

我们认为拼多多是一家较有争议的公司。且 P/GMV 估值法的隐含假设在于：公司未来 GMV 将保持快速增长，且这种增长将提高公司的市场地位、收入转化和最终盈利，最终估值会收敛到一个合理的 PE 区间。因此我们认为有两点因素是在分析拼多多长期价值时需重点考虑的：

- 1) **不强调搜索，却靠搜索广告赚钱的模式如何改变？** 拼多多致力于强调其社交电商和弱化搜索的定位，但是实际上却依赖搜索实现收入。而在搜索规则下，拼多多难以颠覆强势竞争者阿里巴巴的优势。
- 2) **腾讯的流量优势决定拼多多的下限不低，但是上限如何提高？** 目前单用户年化 GMV576.8 元，相较阿里、京东仍有显著差距。原因在于拼多多的低价定位，但是低价可能是高性价比，也可能是假冒伪劣。拼多多要实现高性价比需要通过 C2B\C2M 的模式，而这种模式对供应链掌控要求极高。而货币化率方面，18Q1 的 take rate 已达 2.1%，由于其长周期内难以超过阿里、京东对应值，所以 take rate 的天花板较低，亦会限制公司的长期估值。

风险提示：电商行业增长或不达预期，拼多多转型或不达预期；粗略估值，需防范风险。

投资评级

行业评级 强于大市(维持评级)
上次评级 强于大市

作者

刘章明 分析师
SAC 执业证书编号：S1110516060001
liuzhangming@tfzq.com
张璐芳 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517020001
zhanglufang@tfzq.com

行业走势图



资料来源：贝格数据

相关报告

- 1 《商业贸易-行业点评:苏宁、高鑫战略合作，阿里系的多赢与进击》 2018-06-22
- 2 《商业贸易-行业深度研究:雅诗兰黛：化妆品帝国成长史》 2018-06-21
- 3 《商业贸易-行业点评:端午节因素致5月社零增速放缓，6月反弹在即！》 2018-06-14



内容目录

1. 过去完成时.....	3
1.1. 重点经营和财务表现	4
1.2. 强劲的融资能力和大量在手现金	5
2. 现在进行时:	8
2.1. 为什么选择现在上市?	8
2.2. 要储备弹药, 要融资, 拼多多应当如何估值?	9
3. 将来时: 未来的风险点在何?	10
3.1. 不强调搜索, 却靠搜索广告赚钱的模式如何改变?	10
3.2. 下限不低, 向上如何竞争?	12

图表目录

图 1: 拼多多成长路线	3
图 2: 电商渗透率方面, 拼多多已经逆袭至第二	4
图 3: 拼多多 GMV 与活跃用户规模快速增长	4
图 4: 通过在线平台服务实现收入	5
图 5: 公司毛利、运营亏损与净亏损	5
图 6: 拼多多历次融资情况	6
图 7: 拼多多合并现金流量表摘要	6
图 8: 拼多多、京东的获客成本比较	7
图 9: 商户保证金对资产负债表及现金流量表影响	7
图 10: MAU 快速增长的红利阶段已经过去	8
图 11: 阿里和京东上市与当前 P/GMV 估值	9
图 12: P/GMV 对拼多多市值的敏感性分析 (单位: 亿美元)	10
图 13: 拼多多搜索广告展示位分别为 1、7、13 等	11
图 14: 拼多多收入构成	11
图 15: 拼多多收入结构变化	12
图 16: 拼多多 6 月 26 日 DAU 达 5590 万人 (单位: 百万)	13
图 17: GMV per active buyer: 拼多多	13
图 18: GMV per active buyer (元): 阿里和京东	14
图 19: 用户分布: 拼多多 vs 京东 vs 严选 vs 全体移动网民	14
图 20: 拼多多与阿里中国核心电商业务单用户年化收入	16
图 21: 拼多多 take rate 对比京东 3P 业务 take rate	16

1. 过去完成时

近一年的时间以来，拼多多是最具争议的企业之一。原因在于：成长极快，既表现在仅3年的时间完成了从成立到上市的路径。更是因为在市场预判电商的战争已经结束的背景下，完成了电商应用渗透率和日订单数第二的逆袭。而成长背后依靠的是令一线城市中高端用户无法认同的微信群拉人头拼团模式，以及廉价低质贴着“消费降级”标签的“两元店”商品（模式探讨请参考上篇报告，本篇更多是数据与估值分析）。无论认可与否，我们无法否认拼多多所取得的骄傲成绩及其成长背后的必然性。

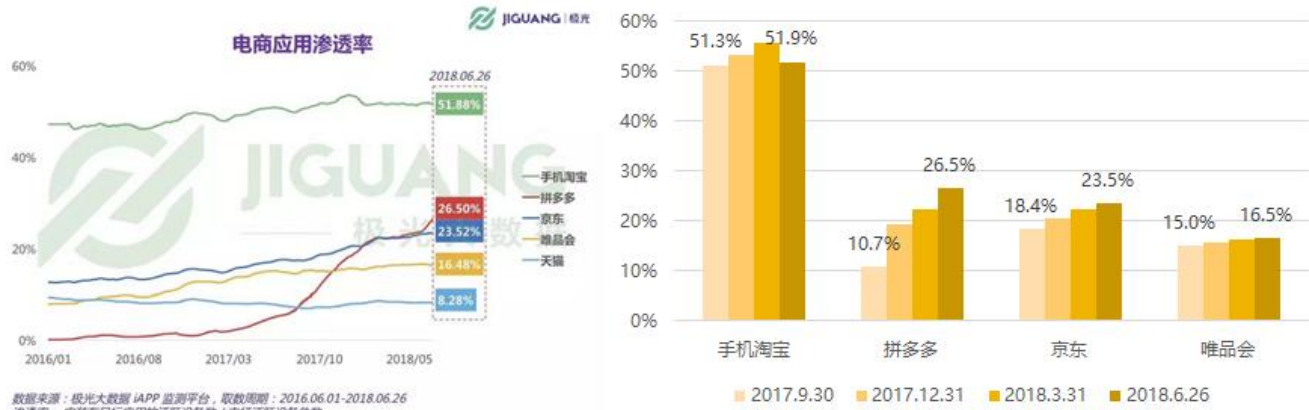
图 1：拼多多成长路线



资料来源：招股说明书，极光大数据，天风证券研究所

根据极光大数据显示，截至 2018.6.26，拼多多 APP 安装渗透率已达到 26.5%，尽管较第一名的淘宝的 51.88% 仍然有较大差距，但已超过京东的 23.52%，在所有电商 APP 中排序第二。且从目前的趋势看，其渗透增长斜率仍然领先其他电商平台。在本小节中，我们将着重分析拼多多的经营和财务数据。

图 2：电商渗透率方面，拼多多已经逆袭至第二

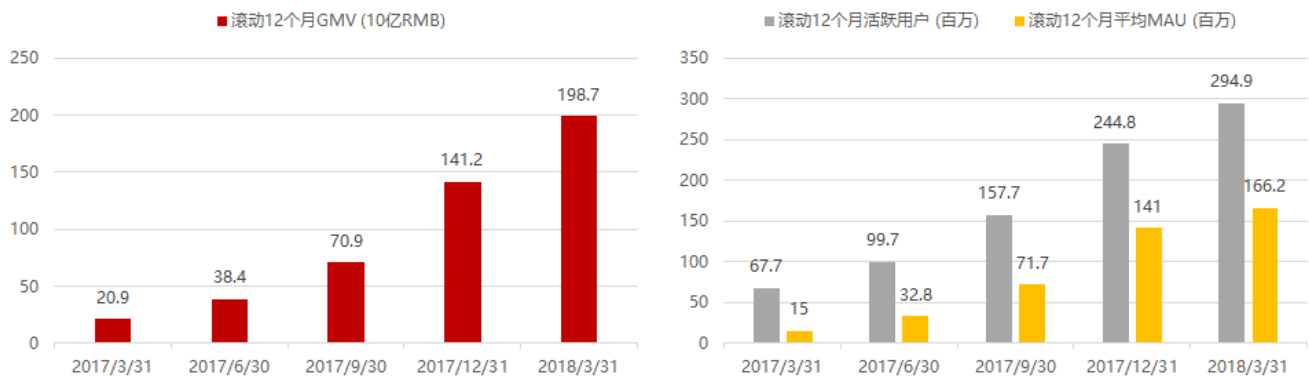


资料来源：极光大数据，天风证券研究所

1.1. 重点经营和财务表现

经营情况看，2017、18Q1 拼多多平台的 GMV 分别为 1412 亿元、662 亿元。若考虑滚动 12 个月的 GMV 规模，截至 18Q1 末的 12 个月平台 GMV 为 1987 亿元，是国内第三大规模电商。同时，截至 18Q1 平台年活跃用户 2.95 亿，与广告中大量宣传的“3 亿人都在用的电商购物 APP”一致；月活用户角度，截至 18Q1 的 12 个月的平均 MAU 1.66 亿人，与其他主流电商重度依靠 APP 端流量不同，当期 APP 端 MAU 1.03 亿人，可知无需跳转的微信界面内购买（主要是小程序）贡献当期 6320 万 MAU。Questmobile 数据显示，截至 18 年 3 月，拼多多小程序累计用户数已达 2.33 亿人，远高于同期京东的 0.86 亿人和唯品会的 0.53 亿人。

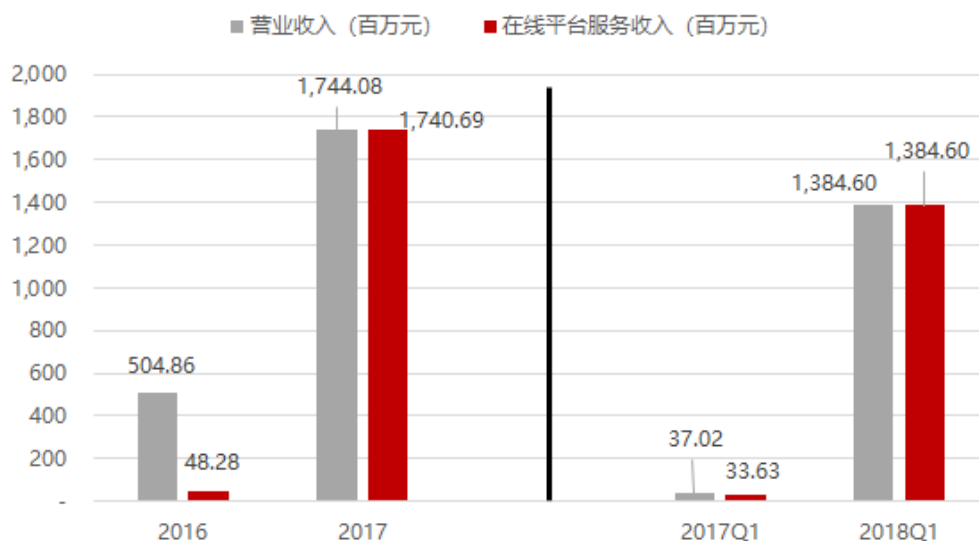
图 3：拼多多 GMV 与活跃用户规模快速增长



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

财报看，公司 2017Q1 开始全面转型为平台电商，来自在线平台的广告和佣金收入取代自营收入。2016 年自营业务收入为 4.57 亿元（占比 90.44%），17Q1 该部分收入降至 338.5 万元（占比 9.14%），17Q2 开始完全停止自营业务。取而代之的是 2017 年、18Q1 的 17.41 亿元、13.85 亿元的互联网平台收入。

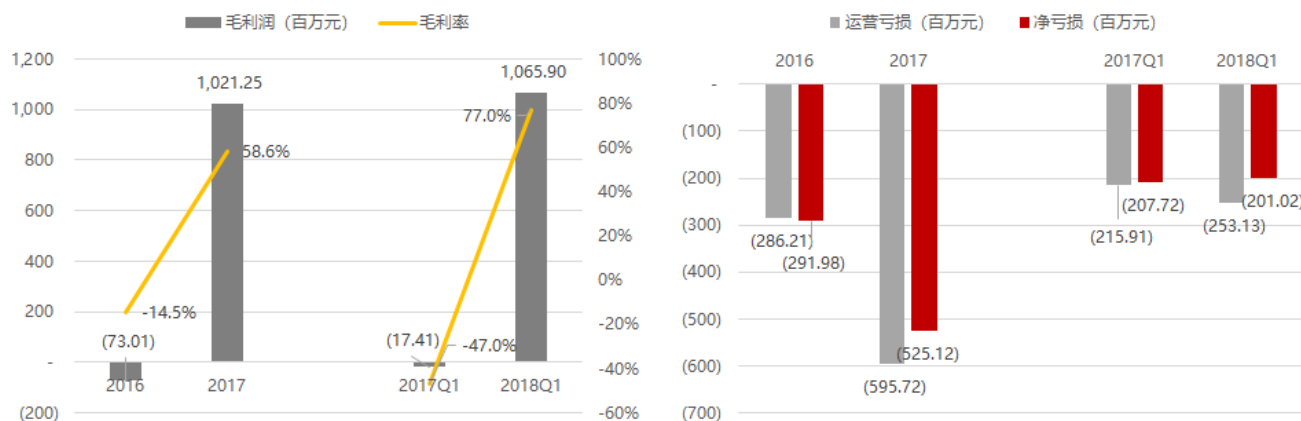
图 4：通过在线平台服务实现收入



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

平台业务带来高毛利，高营销投入致运营亏损。公司 2017 转型平台服务后，其毛利润由 2016 年同期的-7301 万元，快速增长到 2017 年的 10.21 亿元和 18Q1 的 10.66 亿元，**毛利率分别为 58.6%、77%**。尽管运营利润和净利润仍为负，但是其主要是由期间高销售费用所导致，2017 年和 18Q1 销售费用占收入比分别为 77%和 87.9%。而在快速扩张期，高营销投入不可避免，因此若考虑长期上营收增长致费用率下降，其经营业绩表现仍然值得称赞。

图 5：公司毛利、运营亏损与净亏损



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

1.2. 强劲的融资能力和大量在手现金

股权结构显示，本次 IPO 前，公司创始人、董事长兼 CEO 黄峥对公司拥有绝对控制权，其与相关附属实体持股比例高达 50.7%；二股东腾讯持有 18.5%，高榕资本持有 10.1%，红杉资本持有 7.4%。相似的是 2014 年京东上市前，腾讯持股比例为 17.6%。从融资情况看，拼多多从 2015 年开始一共历经 ABCD 四大轮次融资，融资规模合计 17.02 亿美元，其融资能力远超过其烧钱速度。

图 6：拼多多历次融资情况

时间	轮次	金额US\$	参与方
Jun 2015	A-1	669,874	母公司, Chak Man Wu
Jun 2015	A-2	8,000,000	高榕资本, IDG, Chak Man Wu
Nov 2015	B-1	33,337,364	母公司、高榕资本、光速中国、IDG、魔星资本
Jan 2016	B-2	4,377,146	腾讯
Mar 2016	B-3	23,000,000	高榕资本、Castle Peak
Jun 2016	B-4	50,000,000	Sun Vantage, FPCI Sino-French, Sky Royal Trading
Feb 2017	C-1	20,000,000	红杉资本
Feb 2017	C-2	93,691,013	腾讯, 高榕资本, Sun Vantage, FPCI Sino-French
Jun 2017	C-3	100,000,003	腾讯
Mar 2018	D	1,368,670,321	腾讯, 红杉资本, 高榕资本
合计		1,701,745,721	

资料来源：招股说明书，天风证券研究所

注：腾讯 D 轮投入中包括现金和业务及战略合作资源

拼多多的现金流量表数据显示，公司经营活动产生的现金流量净额始终为正，2017、18Q1 分别为 3.15 亿元、6.29 亿元；由于其经营现金流良好，而上述融资显示筹资能力强劲，使得公司 2016 年至今保持大量在手现金，2017、18Q1 的现金及现金等价物分别为 30.58 亿元和 86.34 亿元。而这些现金为公司 2017、18Q1 分别带来 8078.3 万元、5016.3 万元的利息收入。这说明与大量烧钱的互联网公司不同，拼多多的运营保持良性现金流周转。

图 7：拼多多合并现金流量表摘要

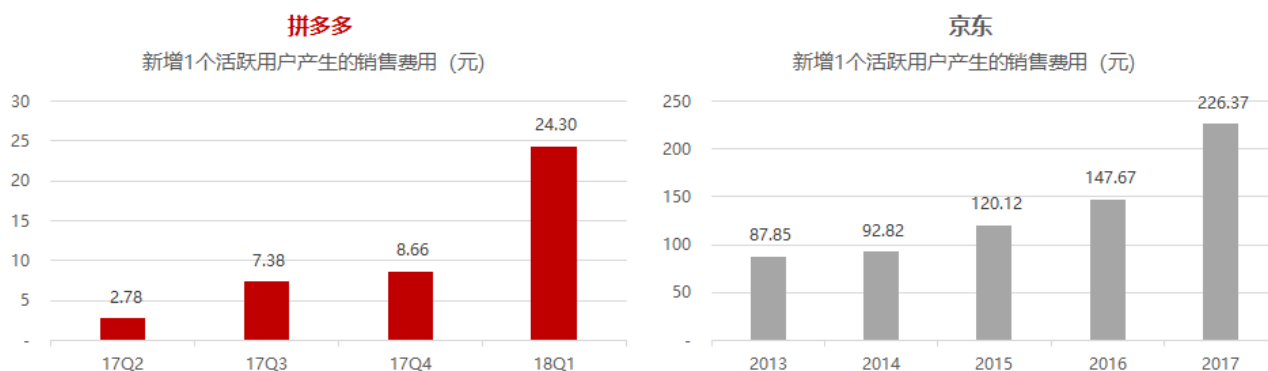
(百万 RMB)	2016	2017	18Q1
经营活动产生的净现金流	879.78	315.48	628.92
投资活动产生的净现金流	-307.30	71.65	-801.56
筹资活动产生的净现金流	486.54	1,398.86	5,824.57
汇率变动对现金及现金等价物的影响	20.40	-47.68	-75.80
现金及现金等价物净增加额	1,079.41	1,738.31	5,576.14
期初现金及现金等价物余额	240.43	1,319.84	3,058.15
期末现金及现金等价物余额	1,319.84	3,058.15	8,634.29

资料来源：招股说明书，天风证券研究所

这与通常我们认知中后起电商公司的初期经营现金流为负的印象不同，我们认为原因主要在于：

1) 极低的流量成本，尽管广告开支投入较高，但是其基于拼团模式，考虑人均获客成本，仍然低于主流电商投入。以拼多多和京东的简单测算为例，拼多多 17Q2-18Q1 间 4 个季度的获客成本*平均为 10.78 元，而京东在 2013-2015 年期间的平均获客成本*为 100.26 元，2016-2017 年的平均获客成本为 187.02 元。可见拼多多的获客成本之低，我们在上篇报告中曾测算其主要拉新活动之一的“砍价”游戏中，平均获客成本大概率低于 5 元。

图 8：拼多多、京东的获客成本比较

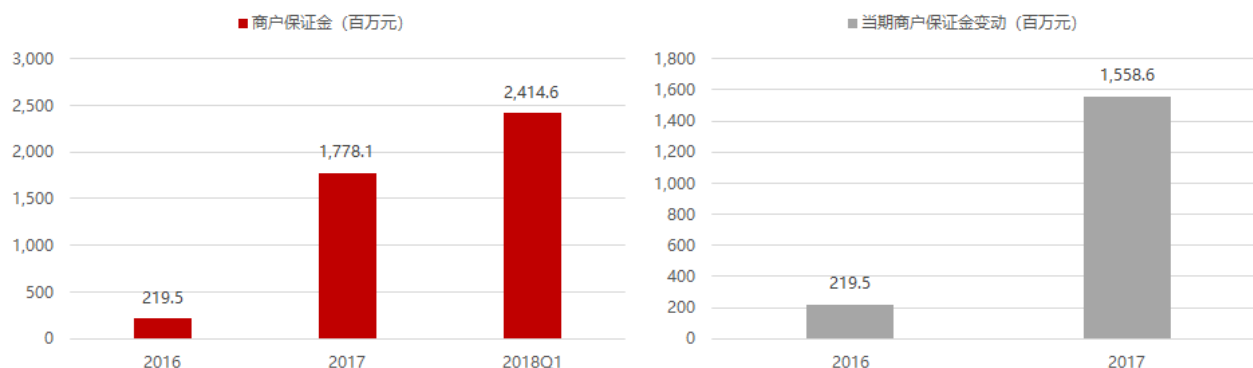


资料来源：招股说明书，公司公告，天风证券研究所

*注：本处采用期间销售费用 ÷ 新增年度活跃用户来计量获客成本

2) 平台模式，无自营商品库存压力，且商户保证金（入驻保证金、活动保证金）等的存在提供了较好现金流。受益于商户数量的快速增长（截至 18Q1 平台拥有超过 100 万商户），2017、18Q1 末商户保证金账户金额分别为 17.78 亿、24.15 亿元人民币，其中 2017 年内增加 15.59 亿元，而 2017 年利润表显示公司营业成本为 10.76 亿元。

图 9：商户保证金对资产负债表及现金流量表影响



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

3) 快速增长的 GMV 和相对较少的员工。公司 2017 年末员工数为 1159 人，其中产品开发 545 人，平台运营 306 人，销售与市场 208 人，管理岗位 100 人；而 2017 年全年 GMV1412 亿元，意味着员工人均创 GMV1.22 亿元。且由于腾讯对公司的支持，节省了一定开支。

2. 现在进行时：

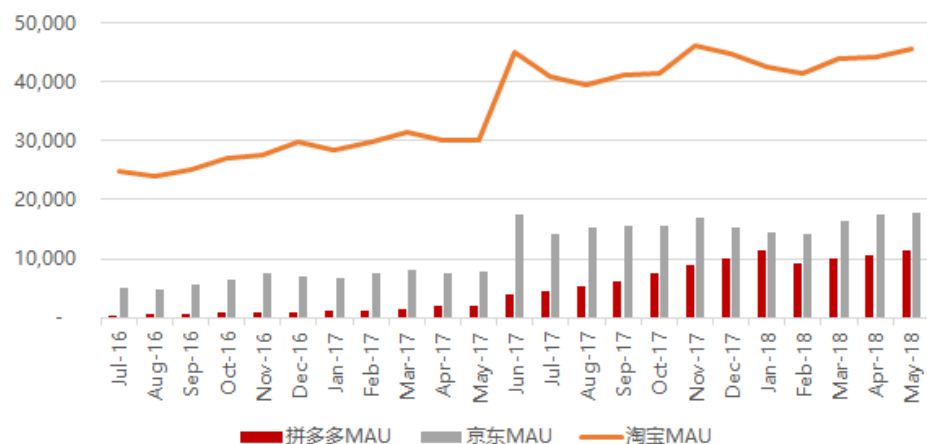
2.1. 为什么选择现在上市？

从 3 月完成 D 轮 13.69 亿美金融资，到 3 月 31 日账面有 86.34 亿人民币现金，拼多多为什么在这个时点选择上市？招股书给出的理由是无论何时上市都不重要，而现在上市是希望接受更多严格的公众审视和监督，以帮助公司更好地成长。那么现在上市的原因究竟是由于哪些方面呢？我们认为或许包括以下几个因素：

1) 市场角度，这是最好的时候。一方面美股尽管年初至今波动增大，但是相较其他市场，经济走强、美元回流等因素仍然使得其短期内仍然能处于历史相对高位。而阿里和京东上市后以来的增速也使得海外投资者对中国电商的发展更加了解和关注。

2) 拼多多自身角度，用户快速增长的红利阶段已经过去。根据易观统计，2018 年以来 APP 端 MAU 规模相对稳定（1 月 1.14 亿 MAU，5 月 1.13 亿 MAU），而其所依托的微信自身的用户增长遇到瓶颈。所以在 2.95 亿活跃用户的背景下，公司需要探索的是如何提高用户体验从而增加用户留存率，增加商户规模（18Q1 拼多多平台拥有超 100 万商户，而淘宝+天猫平台商户数量或大一个数量级），这意味着新的投入期的到来。因此，在市场好的时候提前融资储备好资金未尝不是好的选择。

图 10：MAU 快速增长的红利阶段已经过去



资料来源：易观国际，天风证券研究所

注：易观数据仅统计和推算 APP 端 MAU，不含小程序用户（单位：万人）

3) 扭转负面形象角度，大量新闻使得商家和消费者都对拼多多的盈利模式产生质疑，怀疑其是否是依靠资金沉淀、商户罚款等赚取收入，且新浪科技 6 月 14 日报道近期拼多多上海总部出现持续商户维权事件，公司社会形象相对负面。上市后曝光模式及收入，商户罚款折算优惠券计入当期费用的处理，创始人黄峥以 2.3% 公司股份成立私人慈善基金等，接受公众的审视反而能够一定程度上帮助拼多多扭转负面形象。

4) 腾讯角度，大量独角兽纷纷上市，一级市场资金呈现一定的撤离态势。且对股东腾讯而言，更多投资标的的上市也证明了腾讯新阶段赋能模式的成功和报表的优化。且也是腾讯系公司内部已经开始出现分歧和竞争，例如拼多多与京东，美团与滴滴，而更重要的是腾讯或也希望在市场尚乐观情况下储备好弹药，以迎接下一轮可能在市场悲观态势下的与阿里或其他外部对手的竞争。

2.2. 要储备弹药，要融资，拼多多应当如何估值？

相对估值可能还是最好的方法。而对拼多多而言，最直接的对标就是阿里和京东。**多数看好拼多多的人都有一个逻辑支点在于：现在的拼多多就是初期的淘宝。**然而我们认为，其估值难以接近阿里是由于今天的阿里是按 PE 估值，且其在核心电商业务的基础上衍生出了蚂蚁金服、阿里云、数字媒体、新零售等业务，这些业务对阿里而言有相互协同的乘数效应，若按照早期的淘宝进行估值，则隐含的假设还是拼多多能够演化出阿里今天的竞争格局，这显然是较难说服投资者的。当然，稍后我们仍将尝试简单对阿里众多业务进行分拆，分部估值，以方便对标 P/GMV。而对标京东方面，尽管拼多多累计亏损 13.12 亿元，相较上市时的京东 4 年累计净亏损 35 亿元看起来表现得更加亮眼。但是京东的自营模式和物流方面的投入所产生的客户黏性是拼多多当前所不具备的，因此有相较有利的一面，也有相对劣势的一面。

首先来看京东：2014 年，京东上市发行价 19 美元，融资 17.8 亿美元，市值 260 亿美金（当日汇率约 6.25，折合人民币 1625 亿）。2014 年京东 GMV2602 亿元，收入 1150 亿元。发行价格对应全年的 $P/GMV=0.62$ ， $PS=0.71$ 。参考京东彼时估值，由于拼多多仍处于亏损及收入规模较小等原因，其大概率不会希望以 PS 或 PE 进行估值。因此谋求估值方面或将采用 P/GMV，或单用户价值角度。我们认为由于其是依托于社交平台的电商，而非社交平台本身，变现模式相对单一，因此以单用户价值*用户数的估算过于牵强，GMV 或仍然是其吸引投资者关注的核心，因此采用 P/GMV 更有说服力。

图 11：阿里和京东上市与当前 P/GMV 估值

	上市日期	上市首日市值 (亿美元)	上市日汇率	上市当年GMV (10亿元)	上市时PGMV (对 应财年末GMV)	最新市值 (亿美元)	最新PGMV (对 当前财年GMV)
阿里巴巴	2014/9/19	2314.39	6.25	2444	0.59	4692.73	0.52
京东	2014/5/22	285.72	6.15	243	0.72	555.9	0.22

资料来源：公司公告，天风证券研究所

注：当前财年指阿里 FY2019，京东 CY2018。上市首日市值以收盘市值计算

上一轮 18 年 3 月融资时，36 氪等媒体曝光拼多多融资 30 亿美金估值 150 亿美金，根据招股书其实际融资规模 13.69 亿美金。公司 2017、18Q1 的 GMV 分别为 1412 亿元、662 亿元，根据 Q1 的 GMV 和增速推测如若全年实现 4000 亿 GMV 规模，则若参考京东上市时 P/GMV 则估值约为 2400 亿人民币，参考当前汇率 6.62，约合 360 亿美金；若参考当前京东 P/GMV（6 月 29 日京东市值 556 亿美金，2017 年京东 GMV1.3 万亿元，参考 Q1 的 31%增速预计 2018 年增长 30%至 1.7 万亿） $=0.22$ ，并予以一定溢价至 0.3-0.4x，则拼多多估值约合 180-240 亿美金。

若考虑对标阿里，目前阿里 4693 亿美金市值，我们粗略对其不同业务进行分拆，不求精准，只是给出一个大致参考。其中，蚂蚁金服按最新估值 1500 亿美金折算 33%持股比例约合 500 亿美金；云计算业务以行业常用的 10-13xPS 估值约合 350 亿美金；数字媒体娱乐 2018 财年收入 196 亿元，基于单用户价值，参考爱奇艺的上个财年 PS，估算约合 260 亿美金；创新业务中：菜鸟上一轮融资估值 1350 亿元，阿里持股 51%约合 100 亿美金，新零售（含饿了么、盒马、大润发等）简单估算 200 亿美金。剔除上述业务估值，则核心电商业务估值约 3283 亿美金，2018 财年总体 GMV 为 4.8 万亿，预计 2019 财年 GMV 超过 6 万亿，若以此计算，则预计 $P/GMV=0.36$ ，对应估值仍落于 180-240 亿美金区间。

图 12：P/GMV 对拼多多市值的敏感性分析（单位：亿美元）

敏感性分析		GMV (亿元)	
		4000	5000
P/GMV	0.2	120.85	151.06
	0.3	181.27	226.59
	0.4	241.69	302.11
	0.5	302.11	377.64

资料来源：天风证券研究所

3. 将来时：未来的风险点在何？

我们讨论估值，但是需要关注的是，P/GMV 估值背后隐含的假设在于：

- 1) 公司未来 GMV 仍然将保持快速增长，且这种增长将帮助公司赢得更高的市场地位；
- 2) 公司未来 GMV 到收入的转化率将持续提升，且转化率的增长幅度高于 GMV 的增速；
- 3) 公司未来能够依托 GMV 增长实现盈利。

这是为什么成长期市场愿意以 PS 或 P/GMV 给互联网公司估值的方式，而一旦过了高速增长期，市场将更多关注公司是否能够实现盈利，以及实现的规模，从而采用 PE 估值。也就是说，在上述这些隐含的趋势下，公司未来的估值最终会收敛到一个合理的 PE 区间。

那么问题就来了，是否应当给予拼多多较高的估值呢？京东上市时候的估值背后有着中国的亚马逊的想象，今天的拼多多在招股书中给自己贴的标签是中国的“Costco”+“Disneyland”，然而它自身却一定是不希望市场以 Costco 或 Disneyland 的 PE 估值来考量的，所以可能希望传递的更多的期待在于 the next Taobao。所以，对于长期的市值看待，我们认为目前有两点是我们观察拼多多的纠结之处：

3.1. 不强调搜索，却靠搜索广告赚钱的模式如何改变？

首先回到公司的商业模式，2017 年 4 月公司上线营销推广服务，目前拼多多对商家进行收费的主要为搜索推广和页面展示，搜索推广也就类似我们通常所说的淘宝直通车。与淘宝类似，拼多多的直通车服务也是采用 CPC 竞价模式，包括推荐场景、搜索分类页和搜索场景的竞价。展示渠道为拼多多客户端及 H5 界面，展示位置为搜索后类目标签页商品列表的第 1、7、13...位置，即 1+6n 位置（位次与淘宝的直通车活动基本一致，而与京东和苏宁平台规则有差异）。其 CPC 扣费方式为：

搜索推广扣费公式为：扣费=（下一位的出价*下一位的质量得分）/自己的质量得分+0.01 元。

场景展示推广扣费公式为：扣费=（下一位的出价*下一位的商品素材点击率）/自己的商品素材点击率+0.01 元。

图 13：拼多多搜索广告展示位分别为 1、7、13 等



资料来源：拼多多，天风证券研究所

注：其广告标识在图片右下角，相较淘宝、京东、苏宁的文字栏展示，拼多多广告标识十分不显著

并非说拼多多就不能通过搜索广告变现，而是我们看到在线营销服务占收入比例在 2017 和 2018Q1 分别为 69.3%和 80%，这与拼多多的实际运营做法是存在一定背离的。4 月创始人黄峥接受《财经》杂志专访时表示：

“拼多多 APP 里几乎没有搜索，也不设购物车，你可以想像把今日头条下的信息流换成商品流就是拼多多……淘宝的方向是对的。但作为上一阶段最成功的公司之一，当它迈向新时代时，它是有包袱的。他们现在的主体是搜索，不管你做什么改革都意味你把搜索给弱化。但搜索在拼多多中只是一个极小场景，甚至不在主页上。”

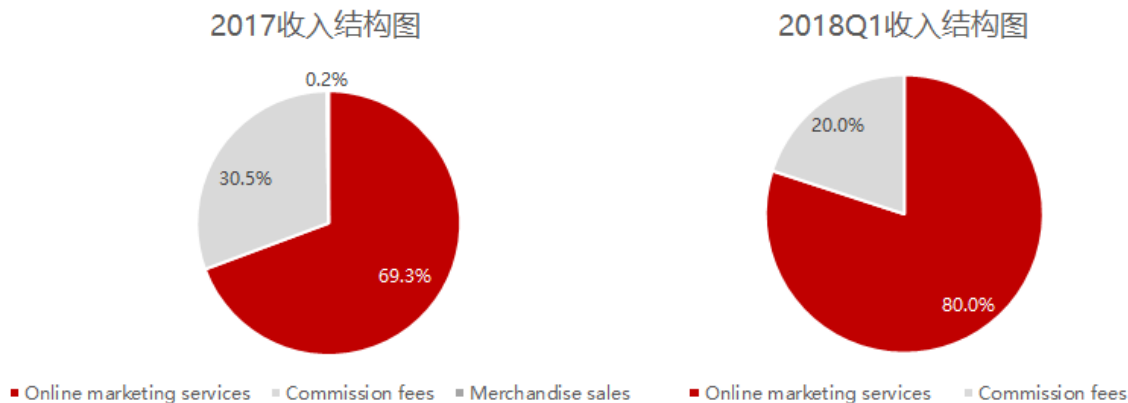
图 14：拼多多收入构成

	2016	2017	17Q1	18Q1
在线平台服务				
在线营销服务	-	1,209,275	-	1,108,100
交易佣金	48,276	531,416	33,634	276,504
自营销售	456,588	3,385	3,385	-
收入合计	504,864	1,744,076	37,019	1,384,604

资料来源：招股说明书，天风证券研究所

拼多多强调的是自身让商品去找人的模式，而非人通过搜索引擎去寻找商品的依托主动行为的电商模式。其做法是让商户报名首页展示中的“限时秒杀、品牌清仓、名品折扣、爱逛街、9块9特卖”等活动，这些活动是希望营造“货找人”的场景，但是问题在于在100万商户的背景下，如果不通过直通车推广获取流量实现一定的商品销售数量和评价，商户报名活动的成功率是相对有限的，所以搜索广告仍然是拼多多希望商户去实践的行为。换句话说，新瓶装旧酒，拼多多极力撇清的搜索模式却是其变现的主要方式，是否鼓励这种方式？那既然是鼓励搜索广告的变现方式，其和最大的竞争对手们的搜索贡献收入差异在何？如果收入变现模式不存在差异，能颠覆的又是什么呢？在淘宝最擅长的规则下，如果拼多多只是走老路，GMV能否继续较长周期保持增长，从而提高公司的竞争地位呢？

图 15：拼多多收入结构变化



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

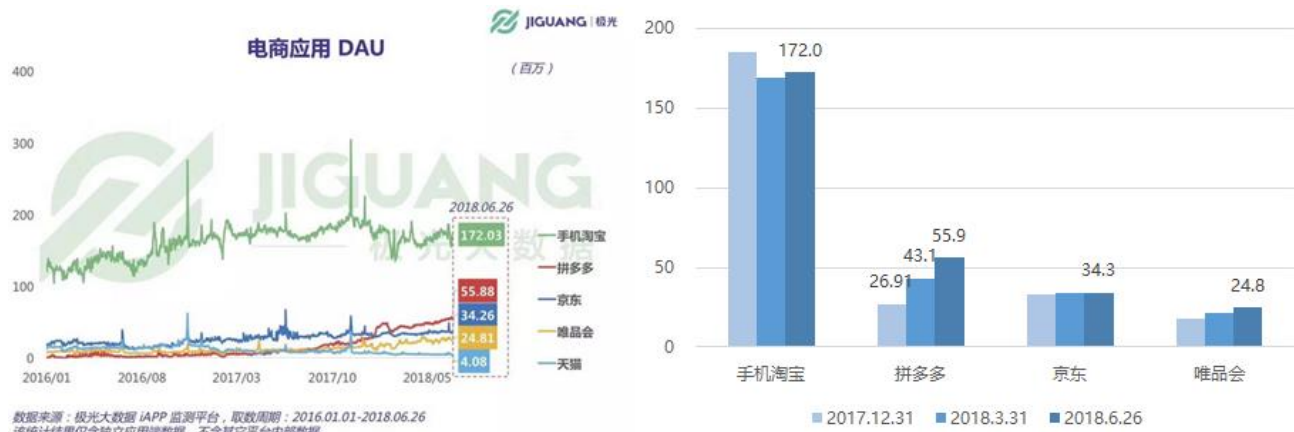
其次的关键点在于是否能够提高货币化率。如果能则可以获得更长时间更高的估值，如果否，则可能无法享受溢价。而提高货币化率关系到拼多多的标签定位，以及向上的空间。

3.2. 下限不低，向上如何竞争？

在上篇报告中我们开篇就提到：为什么在阿里极占优势，且极度警惕的核心电商领域还能有公司不断成长起来呢？我们认为背后的原因就是“腾讯”。虽然不能直接说“无他，唯腾讯尔”，因为在一个细分赛道上或者是以一种特定的营销模式上切入，平台在短期内可以获得较快成长，何况背后有腾讯社交流量的支持意味着拼多多的基本盘一定不会差，其DAU已经超过5000万人，因此拼多多的下限一定不会低，而长期问题在于如何提高向上的空间，也就是拼多多的天花板有多高，这个问题又可以演化为2个问题：

- 1) 单用户 GMV 能否提升？
- 2) 对平台而言，单用户价值能否提升？即货币化率能否提升？

图 16：拼多多 6 月 26 日 DAU 达 5590 万人（单位：百万）

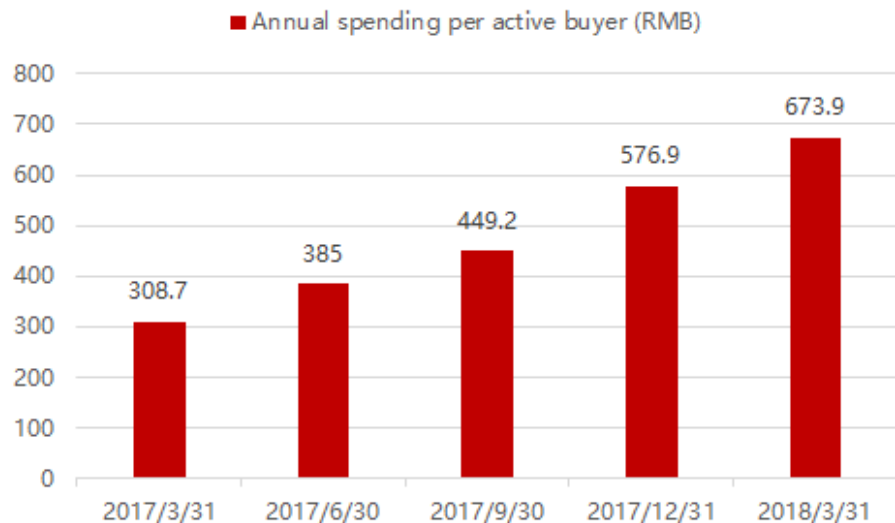


资料来源：极光大数据，天风证券研究所

1) 单用户 GMV 能否提升？

拼多多的标签有很多，最典型的是“低价”。2017 年拼多多的 GMV per Order 为 32.84 元，Orders per active buyer 为 17.57 次，GMV per active buyer 为 576.8 元。从每活跃用户的年订单次数看，拼多多平台的黏性较强；但是从客单的规模看仍然较低，2016 年京东的客单价为 370.73 元，是拼多多的 10x 以上。

图 17：GMV per active buyer：拼多多

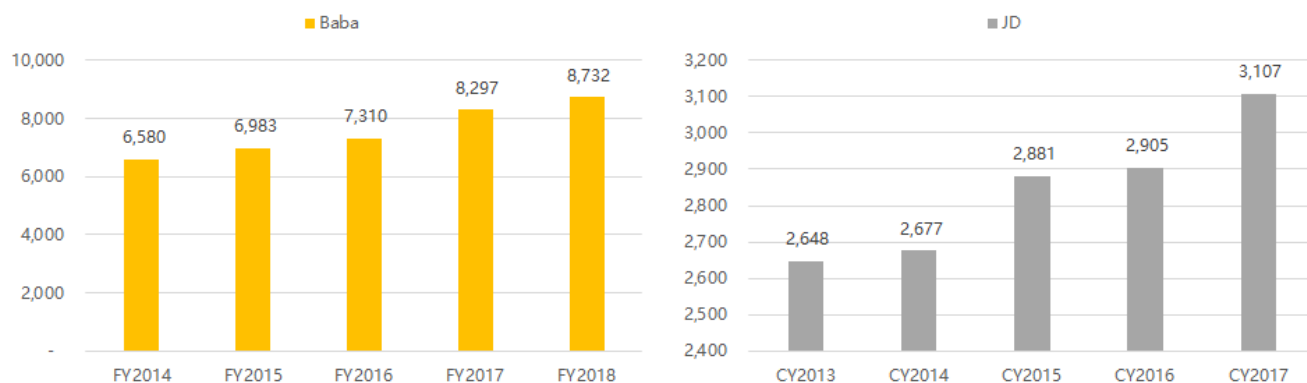


资料来源：招股说明书，天风证券研究所

注：计算截至期末的连续 12 个月，而非单季数据

从用户年均 GMV 看，更是大幅低于淘宝、京东数据，阿里 FY2018 数据显示 GMV per active buyer 为 8732 元，京东 CY2017 的金额为 3107 元。所以，从客单规模上看验证了拼多多的低价。而低价这个词的界定，向上可以是创始人在招股书中以希冀的“中国版 Costco”，对消费者而言高性价比，对商户而言薄利多销；也可能是大量媒体及 APP 评论中批判的廉价低质、假冒伪劣。那么问题就转化为：拼多多将如何定义低价这个标签，并执行这个定义？

图 18: GMV per active buyer (元): 阿里和京东



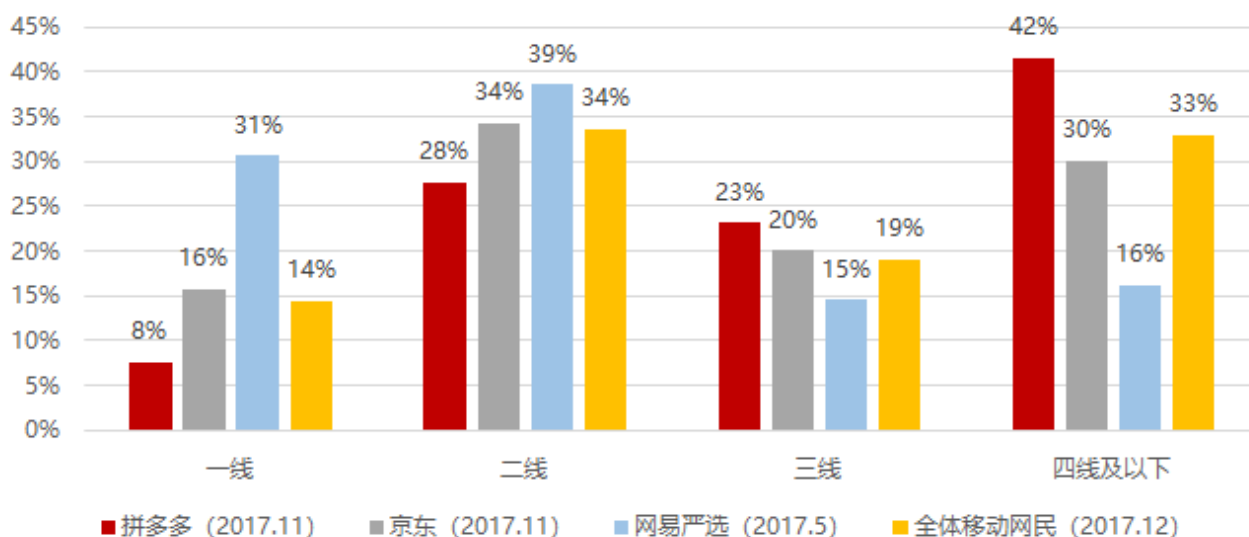
资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

注: 阿里 FY2018 截至 2018.3.31, 京东以自然年核算

首先, 我们认为拼多多需要进一步明确“低价”是“高性价比的低价”。其次, C2B 或 C2M 是其实现的路径之一, 但是这条路可能并没有想象中容易。具体分析:

在上篇报告中, 我们着重阐述拼多多的流量来源核心是: a. 微信, b. 低线城市及农村, 换句话说就是: 农村包围城市, 从群众微信中来到群众微信中去。拼多多充分受益了微信用户与阿里系电商用户的差异, 通过低价拼团的模式使得每个人都成为了流量的入口和分发渠道。从用户分布情况看, 拼多多在三四线城市的渗透率明显高于京东, 占比超过整体网民占比; 而在一线城市则明显渗透率较低, 尤其是相较一二线城市定位的网易严选, 差距更为显著。

图 19: 用户分布: 拼多多 vs 京东 vs 严选 vs 全体移动网民



资料来源: 极光大数据, Questmobile, 天风证券研究所

注: 不同平台观察的时间点存在差异, 三个平台数据来源极光, 全体移动网民分布数据来源 QM

结合拼多多的营销方式、客户体验和上述用户结构, 我们认为其当前并未占领、短期内也难以抢夺市场中最主流的核心用户。当然由于中国经济分布的不均衡, 低线城市价格敏感

的用户仍然具备较大的渗透价值。但是在长期消费升级的大趋势下，如果拼多多继续鼓励商家以低价位导向，会导致劣币驱逐良币，使得拼多多平台成为一个柠檬市场，也就是说其标签注定就是“廉价低质、假冒伪劣”，那不用谈是否能吸引电商核心用户，现有的用户都可能会被转移至成熟的淘宝、京东、苏宁甚至严选、小米的平台中，而使得拼多多成为培育新电商用户的一个入口。因为淘宝的标签是万能，京东是物流体验，苏宁是正品，严选和小米是品质生活。所以拼多多无其他选择，必须正视对于其低价标签的界定，当然这种界定不是说广告，而是在实际招商、活动规则等方面去实践。

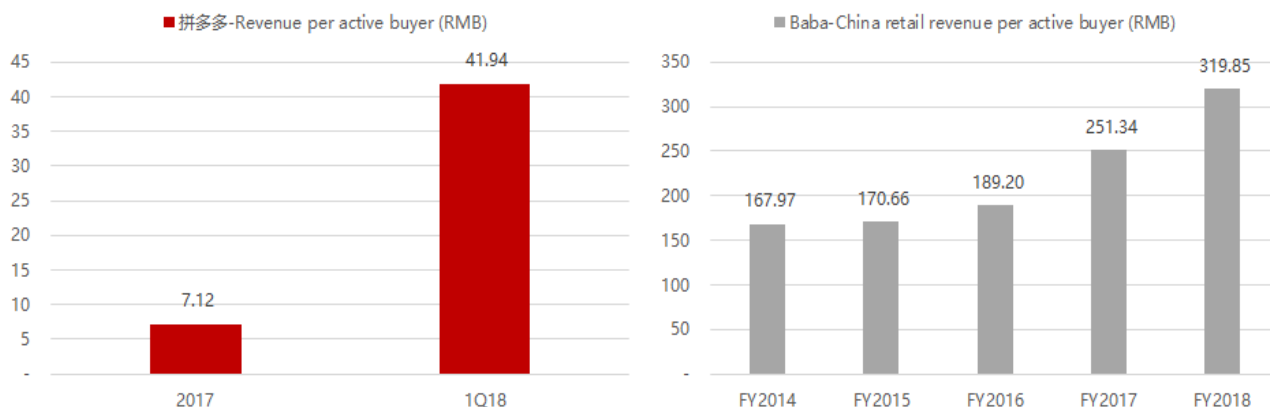
实践的其中一条路如其在招股书中提到的就是 Costco 模式，或者说 C2B、C2M 的反向定制模式，真正做到利用中国广大中小制造业企业的空余产能实现 C2M，使得少量 SKU 的需求得以高销售快速增长，从而帮助工厂实现缩减产品线、压缩中间环节、稳定供应链，放大规模效应。当然这是一条很长也不那么好走的路，原因在于：1）综合电商平台对品类要求丰富，要 C2B 要节省成本降低加价率依托于对多个品类的供应链的掌控，而平台不碰存货的定位与供应链整合能力之间本来就存在一定的相悖，这也是 costco、严选和小米都要自己承担库存的原因所在。不介入供应链却要将自己作为裁判，那很难避免不回到廉价低质的柠檬市场中。2）如果真的要去做，那拼多多需要配备足够多的裁判员，也就是选品人员、质控人员需要足够多、专业和敬业，这个可能会成为我们观察拼多多的指标之一。再者，如果拼多多真的大举尝试 C2M 的转型，也就是从绝对低价向真正的性价比的转型过程中，一旦较显著地提价或者提高客单价，就或将面临来自淘宝、京东、苏宁、严选和小米的有力竞争，甚至其自喻的 Costco 早已入驻天猫，且已与浦东康桥集团签约，大陆第一家门店有望很快在上海开业。所以长期提高客单价对于拼多多而言任重而道远。

2) 对平台而言，单用户价值能否提升？即货币化率能否提升？

对平台而言，单用户 GMV 是一方面，但是从长期来看平台的估值会向特定的 PE 区间收敛，也就意味着另一方面，其货币化率十分重要。货币化率可以两个维度呈现，一个是从用户角度，单用户贡献的收入规模；另一个是平台角度，也就是通常所说的 take rate。

单用户收入方面，2017 和截至 18Q1 末的 12 个月数据显示，拼多多的单活跃用户年化收入分别为 7.12 元和 41.94 元，翻了将近 6 倍。反观阿里，FY2014（截至 2014 年 3 月 31 日的连续 12 个月），单活跃用户年化收入为 168 元，FY2018 达到 319.85 元，是拼多多同期的 7.63x。此处不考虑京东数据作为参考的原因在于京东是自营收入为主，因此一定远高于拼多多，而阿里平台数据具备可参考性。这个数据未来如何演变是我们判断拼多多长期价值的关键点之一，也是我们考虑 P/GMV 的中枢的关键点之一。

图 20：拼多多与阿里中国核心电商业务单用户年化收入

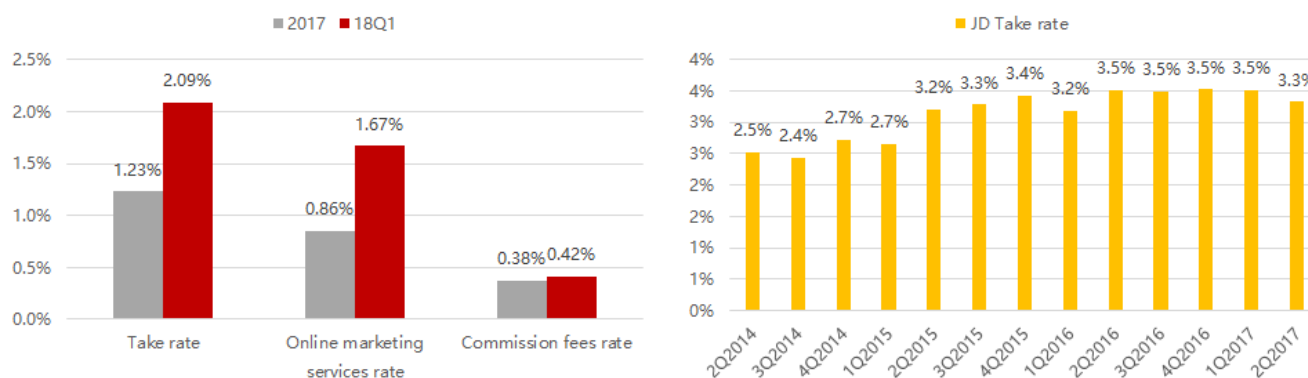


资料来源：招股说明书，公司公告，天风证券研究所

注：阿里 FY2018 截至 2018.3.31；拼多多 1Q18 数据是计算截至期末的连续 12 个月，而非单季数据

而从平台角度看这个问题，拼多多虽然同样是通过广告+佣金方式实现变现，但是我们认为其 take rate 在较长周期内是弱于阿里、京东的。FY2017、FY2018 阿里中国核心电商业务 take rate 分别为 3%、3.7%，京东 17Q2 的 take rate 为 3.33%（17Q3 后官方不再公布第三方平台 GMV 占比），虽然这两个数字仍高于拼多多 18Q1 的 2.09% 的 take rate，但是阿里、京东的客单和平均用户购买能力显然是显著优于拼多多的（参考图），且由于品牌化的存在使得商户毛利较高，能承担的平台费用率也高于拼多多上商户。所以无论是 B 端或 C 端维度，都注定在当前商业模式下，拼多多的变现能力难以较快提高。而进一步说，如果向上的竞争空间没有被打开，3%（甚至更低）或将成为拼多多 take rate 的上限，则 P/GMV 这种估值方式在中长期上是很难说服投资者的，因为长期能否继续成长和保持行业佼佼者地位实现盈利都是未知数。

图 21：拼多多 take rate 对比京东 3P 业务 take rate



资料来源：招股说明书，公司公告，天风证券研究所

综上，我们认为拼多多的本轮上市合理估值方法或短期适用于 P/GMV，关键点是寻找恰当中枢，长期上能否上涨或取决于我们对公司 GMV 增长能力、收入转化能力等的综合判断。有风险，也有机会。

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99	上海市浦东新区兰花路 333	深圳市福田区益田路 5033 号
邮编：100031	号保利广场 A 座 37 楼	号 333 世纪大厦 20 楼	平安金融中心 71 楼
邮箱：research@tfzq.com	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com