

2018-7-10

行业研究 | 深度报告

评级 **看好** 维持

零售业行业

# 从拼多多的快速崛起看电商低线市场渗透

## 报告要点

### ■ 拼多多：低价拼团电商平台，规模跻身行业前三

拼多多由黄峥先生于 2015 年 9 月创立，截至目前共获三轮融资，董事长兼 CEO 黄峥持股 50.7%，腾讯为第二大股东持股 18.5%。公司为主打低价拼团的第三方电商平台，主要定位于低线市场分散的低价格带用户，采用拼团模式与微信的低成本信息传递来聚集有效需求，从而实现快速的市场渗透，截至 2018Q1 平台活跃商户超 100 万家，活跃买家近 3 亿，月活跃用户 1.66 亿，2017 年 GMV 达 1412 亿，从月活、APP 下载活跃度及交易规模来看公司均已跻身中国电商平台前三位。公司采用平台模式，主要收益来源于营销广告及商家交易手续费，2017 年公司实现营业收入约 17 亿元，净亏损为 5.25 亿元。

### ■ 缘起：把握需求市场缺口，乘基础优化之便崛起

当前主流电商平台市场仍以一二线城市为主，近年来随着低线市场居民收入快速提升，对于多元化商品需求意识逐渐觉醒，而当地区域流通体系及实体店因品类限制无法满足更多需求，对于淘宝、天猫、京东等电商平台而言，由于低线市场需求分散，现有模式无法对订单聚集并形成规模效应，中间交易以及物流成本较高使得低价格带产品需求尚无法得到高效满足，存在较大的需求缺口。同时，智能手机普及、微信低成本信息传递及物流体系完善下综合配送成本降低等基础条件的完善为满足这类需求提供了基础支撑。

### ■ 发展：打造独特拼团模式，多方共赢获快速爆发

针对多元化低价格带需求的崛起，拼多多通过打造拼团的模式实现同类需求的快速聚集，而为保证拼团成功并实现较低价格销售，拼多多坚持两方面原则：第一，入驻平台商户主要经营品牌清仓商品和非品牌商品，均可实现灵活定价；第二，主打有限 SKU 的爆款商品，较容易实现需求的有效聚集。在分散的需求得以高效聚集下流通成本降低，消费者拼团成功可低价购买、中间交易成本大幅降低利于商户盈利、拼多多平台用户得以扩容，多方共赢使得平台快速发展。

### ■ 前景：价与质如何达平衡，品类价格带如何突围

拼多多通过拼团模式快速渗透低价格带市场并形成庞大规模，如需快速扩张则挑战也存在着：1) 定位低价格带市场且采用平台模式，难以把控平台所售商品的质量；2) 拼团信息的传递较依赖于微信平台；3) 低价格产品市场存在规模瓶颈且消费者无品牌粘性，规模扩张或还需要实现多层次产品的市场渗透。

**风险提示：**

1. 商品质量无法保证导致销量下滑；
2. 平台商品升级后低价品类无法满足导致用户流失。

分析师 李锦

☎ (8627) 65799539

✉ lijn3@cjsc.com.cn

执业证书编号：S0490514080004

分析师 陈亮

☎ (8627) 65799539

✉ chenliang5@cjsc.com.cn

执业证书编号：S0490517070017

联系人 罗祎

☎ (8627) 65799532

✉ luoyi1@cjsc.com.cn

分析师 刘亚舟

☎ (8627) 65799539

✉ liuyz1@cjsc.com.cn

执业证书编号：S0490518020003

## 行业内重点公司推荐

公司代码	公司名称	投资评级
002024	苏宁易购	买入

## 市场表现对比图（近 12 个月）



资料来源：Wind

## 相关研究

《商贸零售行业 2018 年中报前瞻》2018-7-2

《从 618 看电商新常态》2018-6-25

《从阿里淘鲜达布局看超市行业投资前景》2018-6-18

## 目录

低价拼团电商平台，顺势而为快速崛起 .....	4
聚焦低线广阔市场，满足低价多元需求 .....	7
电商渗透率迎提升，低线网购市场迸发 .....	7
低线群体收入提升，消费需求丰富多元 .....	9
聚集低线分散需求，错位竞争拓展市场 .....	10
智能手机微信物流，三大红利奠定基础 .....	11
智能手机快速普及，增加平台新兴用户 .....	11
微信社交分享支持，极低成本大量引流 .....	12
物流成本逐年下降，极低价具备可能性 .....	13
低价格带商品拼团，批量成交量利齐收 .....	14
聚集合店供多品类，拼团模式折价销售 .....	14
品牌商品低价清仓，非品牌商品可议价 .....	16
技术支持平台稳定，营销提形象引客流 .....	17
爆款拼团聚集需求，薄利多销以量制胜 .....	18
高速规模扩张之后，成长与挑战并存 .....	20

## 图表目录

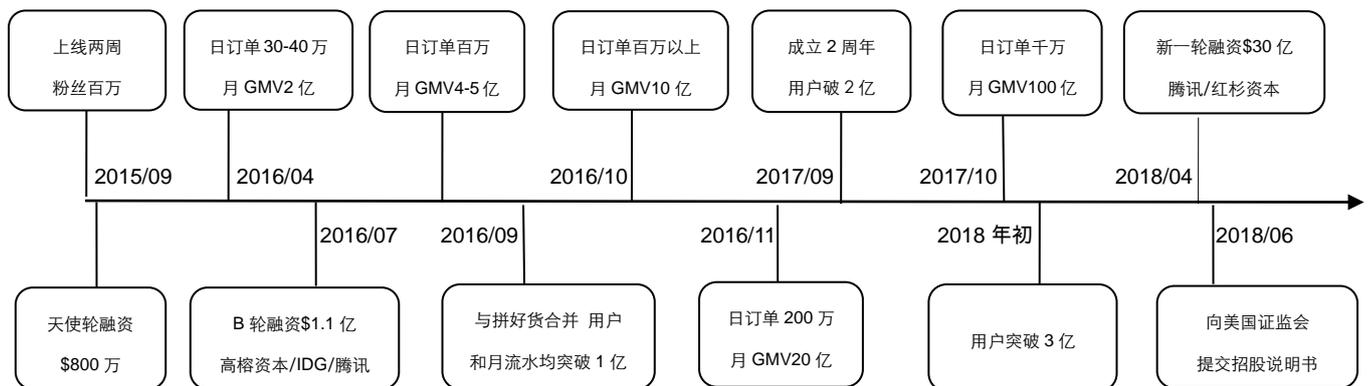
图 1：拼多多的发展历程 .....	4
图 2：拼多多公司股东结构 .....	4
图 3：拼多多公司股权结构 .....	4
图 4：拼多多的拼团购物基本模式 .....	5
图 5：2018Q1 活跃买家近 3 亿，平均月活跃用户达 1.66 亿 .....	5
图 6：2017Q2 至 2018Q1 拼多多累计成交 GMV 接近 2000 亿元 .....	5
图 7：电商平台活跃用户数（万人） .....	5
图 8：综合电商平台 GMV 过千亿耗时 .....	5
图 9：拼多多营业收入快速增长 .....	6
图 10：拼多多营业收入结构 .....	6
图 11：拼多多 2016 年和 2017 年净亏损分别为 2.92 亿元和 5.25 亿元 .....	7
图 12：拼多多毛利率快速上升，净利率不断改善 .....	7
图 13：拼多多经营现金流状况良好 .....	7
图 14：拼多多现金及现金等价物充足 .....	7
图 15：2017 年三线及以下城市网络购物用户占比超过一二线城市 .....	8
图 16：2017 年 65.9% 的网民月收入处于 3000 元以下 .....	8
图 17：2018 年 2 月拼多多用户中三四线用户占比超过 56% .....	8
图 18：2017 年综合电商典型 APP 小镇青年月活跃用户规模（万人） .....	8
图 19：2018 年 2 月各大电商平台用户年龄分布情况 .....	9

图 20: 2018 年 2 月拼多多女性用户占比达 72.3%，远高于京东	9
图 21: 2018 年 2 月 80%以上小镇青年线上消费在 1000 元以下	9
图 22: 2018 年 2 月 60%以上小镇青年手机价格在 3000 元以下	9
图 23: 农村恩格尔系数不断下降，且与城市差距逐步缩小	9
图 24: 三四线城市家庭月收入消费逐年增加	9
图 25: 2017 年各品类厨电分市场级别零售额同比	10
图 26: 目前主流电商平台的市场格局与拼多多的市场定位	10
图 27: 2017 年 12 月各地区移动互联网用户及同比增速	11
图 28: 三四线及以下城市智能手机用户占比超 60%	11
图 29: 微信 APP 月度活跃用户数达 9.06 亿	12
图 30: 当前互联网企业的获客成本均相对较高	12
图 31: 朋友/网友推荐是促使移动社交用户在移动社交应用内消费的主要因素	12
图 32: 财付通占第三方移动支付交易规模市场份额提高	13
图 33: 各社交平台 2018 年 3 月日活跃用户数（百万）	13
图 34: 拼多多平台营销手段诱导用户通过微信分享	13
图 35: 规模以上快递业务单价逐年下降	14
图 36: 中国公路物流运价指数呈下降态势	14
图 37: 拼多多平台以低价满足消费者多样化需求	14
图 38: 拼多多平台部分商家为某一品类专营店	15
图 39: 拼多多活跃买家人均年消费金额低于 700 元	15
图 40: 阿里/京东活跃买家人均年消费金额（元）	15
图 41: 拼多多平台主要提供两种商品：品牌清仓商品及非品牌商品	17
图 42: 拼多多研发费用	17
图 43: 2017 年底拼多多员工构成（人数）	17
图 44: 拼多多营销费用率维持高位	18
图 45: 拼多多赞助热门影视综艺	18
图 46: 拼多多 APP 内各种现金红包促销手段	18
图 47: 爆款商品销量破百万	19
表 1: 拼多多位于 2017 年度电商类 APP 排行榜第二名	6
表 2: 拼多多与其他平台价格定位、商家数及交易规模对比	11
表 3: 拼多多店铺类型	15
表 4: 拼多多和淘宝商品价格对比	16
表 5: 拼多多店铺商品数量远少于淘宝网	19
表 6: 截至 2018 年 4 月拼多多部分商品销量	19
表 7: 2016-2017 年度全国综合零售电商平台用户满意度榜	20

## 低价拼团电商平台，顺势而为快速崛起

拼多多作为新兴电商平台，由黄峥先生于 2015 年 9 月创立。凭借拼团模式及微信的低成本信息传递优势，聚集庞大小众需求实现成本摊薄，从而解决长尾低价格带商品线上化盈利痛点，实现远高于其他平台的发展速度。不到三年时间公司已经拥有活跃买家近 3 亿，月活跃用户规模达 1.66 亿，截至 2018Q1 平台活跃商户数量超过 100 万家，2017Q2 至 2018Q1 累计成交 GMV 达到近 2000 亿元，成为了阿里京东之外的第三大电商平台，并于 2018 年 6 月 30 日向美国证监会提交首次公开发行招股说明书。

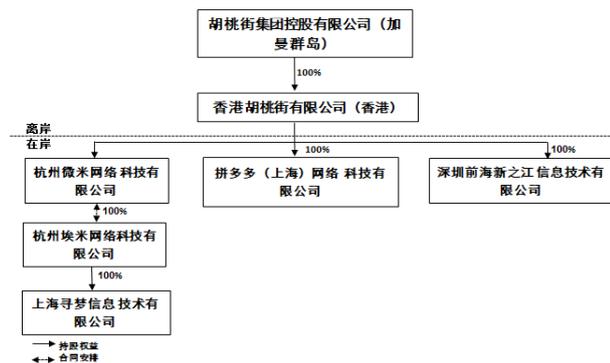
图 1：拼多多的发展历程



资料来源：招股说明书, 36 氪, 拼多多官网, 长江证券研究所

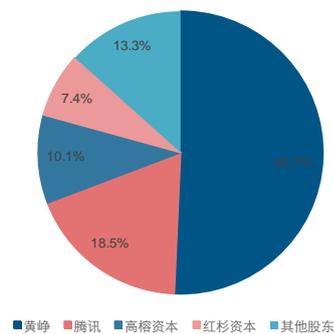
截至目前拼多多共获得三轮融资，最新一轮为 2018 年 4 月获得腾讯、红杉资本 30 亿美元投资。股权结构方面，董事长兼 CEO 黄峥持股 50.7%，对公司拥有绝对控制权，腾讯为第二大股东，持股 18.5%，高榕资本和红杉资本分别持股 10.1% 和 7.4%。

图 2：拼多多公司股东结构



资料来源：招股说明书, 长江证券研究所

图 3：拼多多公司股权结构



资料来源：招股说明书, 长江证券研究所

具体而言，拼多多是采用商家入驻的第三方拼团型电商平台，其基本模式为用户通过微信以及好友拼团的方式实现低价购买商品，主要有两种类型：1) 拼单聚集需求实现低价购买商品，由初始用户付款，并基于平台可拼团商品信息进行转发分享给好友，若有足够多的好友形成拼团购买意愿，则说明拼团成功，所有参与拼团用户可以实现低价购买商品，若人数不满足要求则拼团失败，钱款将返给用户；2) 好友助力砍单，通过初

始用户发起砍价邀约并通过微信转发至好友，如果有足够多好友参与砍价，则该初始用户将有机会零元获得该商品。

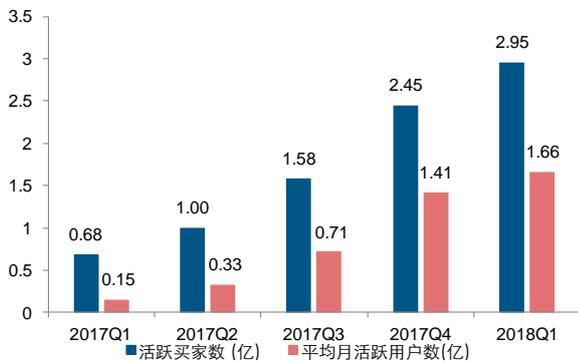
图 4：拼多多的拼团购物基本模式



资料来源：拼多多 APP, 长江证券研究所

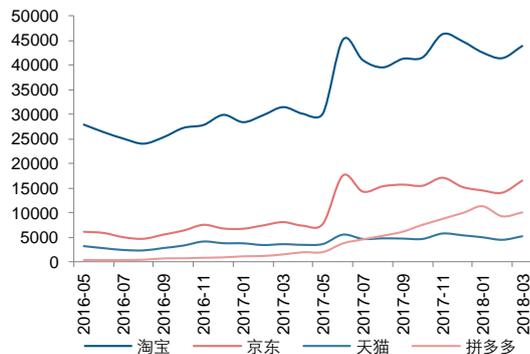
凭借拼团所形成的分享氛围及微信的低成本高效传播，公司成立不到三年时间已经拥有活跃买家近 3 亿，月活跃用户规模达 1.66 亿，自 2017 年 8 月以来，一直高居 IOS 系统免费 APP 实时下载排名榜单前列，2017 年度电商类 APP 排名第二。同时，公司平台交易规模快速扩容，从 2017Q2 开始至 2018Q1，GMV 累计规模达到 1987 亿元，其中 2017 年实现交易规模为 1412 亿元，排名电商平台第三位。

图 5：2018Q1 活跃买家近 3 亿，平均月活跃用户达 1.66 亿



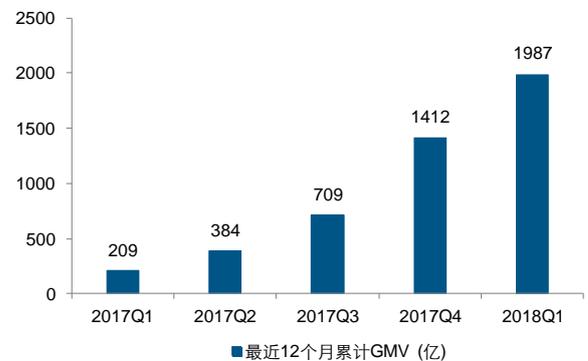
资料来源：招股说明书, 长江证券研究所

图 7：电商平台活跃用户数（万人）



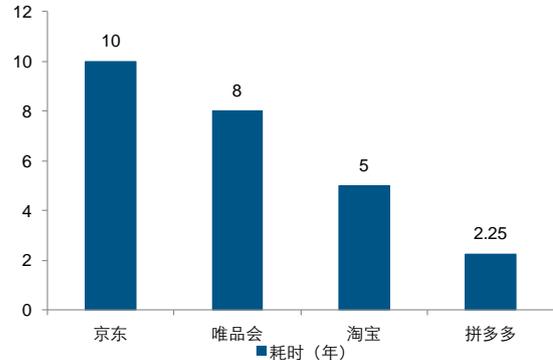
资料来源：易观, 长江证券研究所

图 6：2017Q2 至 2018Q1 拼多多累计成交 GMV 接近 2000 亿元



资料来源：招股说明书, 长江证券研究所

图 8：综合电商平台 GMV 过千亿耗时



资料来源：36 氪, 长江证券研究所

表 1: 拼多多位于 2017 年度电商类 APP 排行榜第二名

排名	应用名	周活跃渗透率 (%)	周人均打开次数	日人均在线时长 (单位: 分钟)
1	手机淘宝	15.11%	123.5	14.5
2	拼多多	8.72%	50.7	10.9
3	京东	3.67%	49.5	7.1
4	唯品会	1.65%	56.2	10.1
5	天猫	0.95%	48.8	9.1
6	苏宁易购	0.91%	21.2	4.5
7	蘑菇街	0.36%	68.3	9.4
8	闲鱼	0.33%	129.3	15.2
9	转转	0.28%	66.2	9.8
10	阿里巴巴	0.26%	82.4	13.1

资料来源: 猎豹大数据, 长江证券研究所

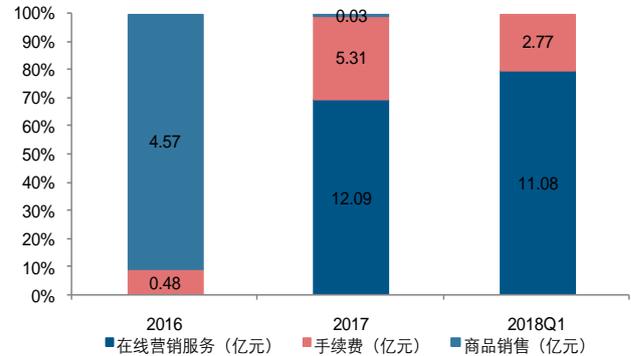
拼多多 2017 年营业收入从 2016 年的 5.05 亿元增长至 17.44 亿元, 同比增长 245.35%, 2018Q1 营业收入已实现 13.85 亿元。拼多多的营业收入主要来自于在线市场服务, 包括在线营销服务和手续费两部分, 合并之前的“拼好货”自营过生鲜等品类的商品销售, 存在阶段性商品销售收入, 目前该自营业务已终止。自 2017 年 4 月份在线营销系统上线以来, 在线营销服务为拼多多贡献了收入的绝大部分, 2017 年在线营销服务收入占比为 69.36%, 2018Q1 占比达 80%。

图 9: 拼多多营业收入快速增长



资料来源: 招股说明书, 长江证券研究所

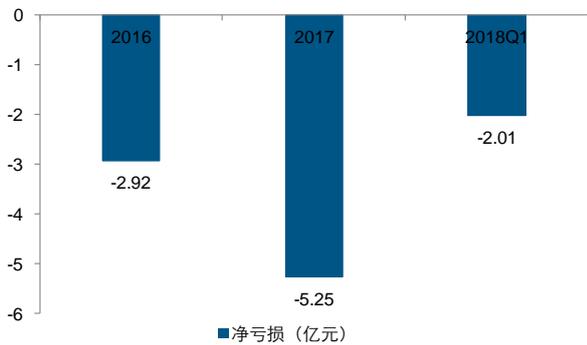
图 10: 拼多多营业收入结构



资料来源: 招股说明书, 长江证券研究所

盈利层面, 拼多多 2016 年和 2017 年净亏损分别为 2.92 亿元和 5.25 亿元, 2018Q1 净亏损为 2.01 亿元, 毛利率和净利率整体均呈上升态势, 毛利率自 2017Q3 以来维持在 50% 以上较高水平, 净利率不断改善, 2017Q4 出现正值 1.15%, 2018Q1 又有所下降。

图 11: 拼多多 2016 年和 2017 年净亏损分别为 2.92 亿元和 5.25 亿元



资料来源: 招股说明书, 长江证券研究所

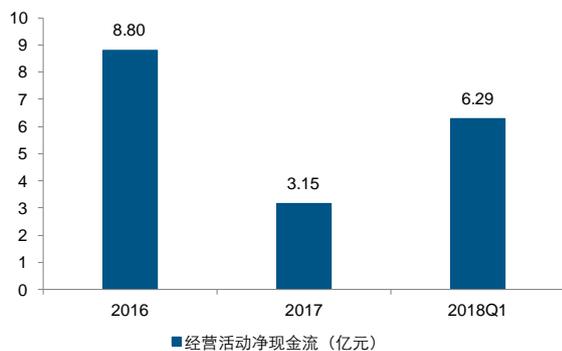
图 12: 拼多多毛利率快速上升, 净利率不断改善



资料来源: 招股说明书, 长江证券研究所

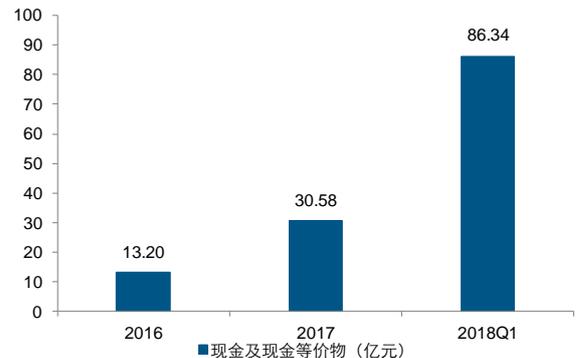
经营现金流状况良好, 拼多多现金及现金等价物充足, 自成立以来经营活动净现金流始终为正, 2018Q1 为 6.29 亿元, 2018Q1 持有现金及现金等价物约 86.34 亿元。

图 13: 拼多多经营现金流状况良好



资料来源: 招股说明书, 长江证券研究所

图 14: 拼多多现金及现金等价物充足



资料来源: 招股说明书, 长江证券研究所

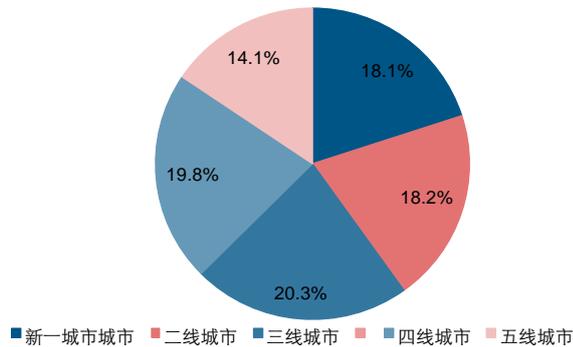
## 聚焦低线广阔市场, 满足低价多元需求

现阶段中国低收入价格敏感的消费客群仍广泛存在, 同时随着低线城市居民收入的逐步提高, 其消费需求日益多样化, 希望能够以相对较低的价格尝试更多的新兴商品, 由此为电商平台的发展奠定了需求基础。然而针对长尾且分散的低线消费客群, 目前主流的电商平台的模式尚无法有效聚集需求, 交易成本相对较高而难以实现平台商户盈利, 这给新电商平台的崛起预留了空间。其中拼多多以主打爆款+拼团的方式聚集大量有效需求, 使得中间的生产、营销、物流配送等环节实现规模化并有效摊销成本, 由此快速市场渗透且保障商家能够盈利, 从而保证平台发展的持续性。

## 电商渗透率迎提升, 低线网购市场迸发

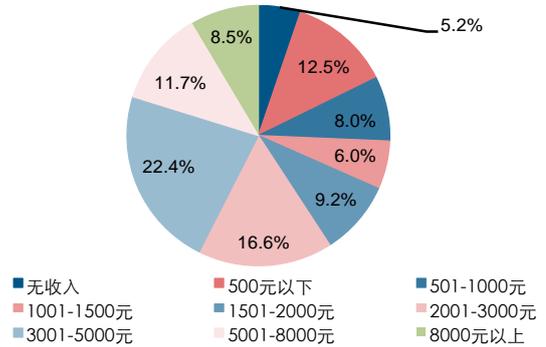
低线居民收入水平持续提升下, 消费群体消费能力与消费意识觉醒, 网络购物向低线市场快速渗透, 但当前的收入水平使得消费者对价格的敏感度较高。从统计数据来看, 2017 年中国三线及以下城市的网络购物用户占比已经超过了一二线城市, 网络购物方式加速向广阔的低线级城市以及农村市场渗透。同时, 低线城市的居民收入水平相比而言仍较低, 中国网购用户中月均收入 3000 元以下的占比 57.5%, 月均收入 5000 元以上的仅占 20.2%, 且低收入的网购消费者中绝大部分来自于低线城市。

图 15：2017 年三线及以下城市网络购物用户占比超过一二线城市



资料来源：极光大数据，长江证券研究所

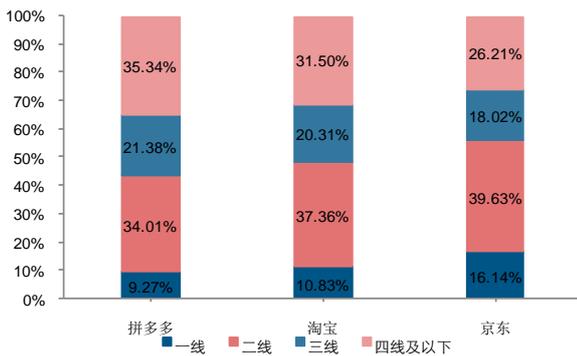
图 16：2017 年 57.5%的网民月收入处于 3000 元以下



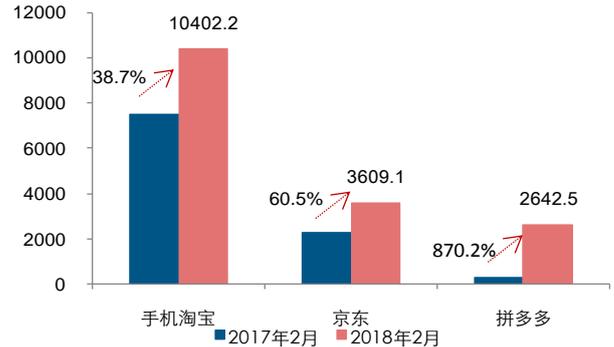
资料来源：CNNIC，长江证券研究所

从数据统计来看拼多多主要满足低线市场消费群体的网购需求。与淘宝和京东不同，拼多多的主要用户为三四线及以下城市人群，占比达 56.72%，远高于京东（44.23%）与淘宝（51.81%）的占比，另外拼多多的三四线 90 后小镇青年用户也在一年之内大幅提升，同比增长 870.2%达到了 2643 万人。

图 17：2018 年 2 月拼多多用户中三四线用户占比超过 56%



资料来源：极光大数据，长江证券研究所

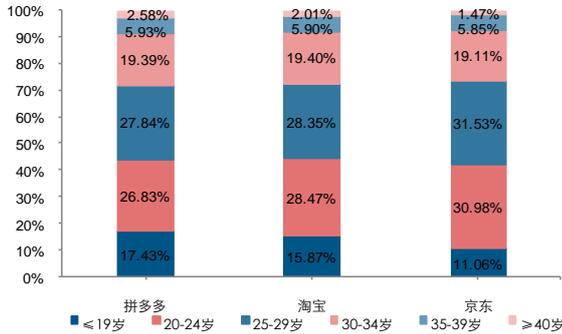
 图 18：2017 年综合电商典型 APP 小镇青年<sup>1</sup>月活跃用户规模（万人）


资料来源：QuestMobile，长江证券研究所

从用户年龄分布来看，拼多多用户中 19 岁及以下的用户以及 40 岁及以上用户占比高于淘宝和京东，一方面年轻客群收入来源较少而对于新事物有较大好奇有较大动力购买尽量低价的商品，另一方面 40 岁以上客群相对较勤俭，希望尽量较低价格购买所需商品；从性别分布来看，拼多多用户中 70%以上为女性用户，一般女性在家庭生活中承担了购买家庭生活用品的角色，同时对于服饰等品类的需求也较为旺盛，倾向于购买实惠的低价商品为这类用户的主要需求。此外，低线城市消费者的价格敏感性还体现在议价上，在线下购物时会倾向于前往各类商品专营店或是传统的夫妻老婆店进行购买，并可以实现“讨价还价”。

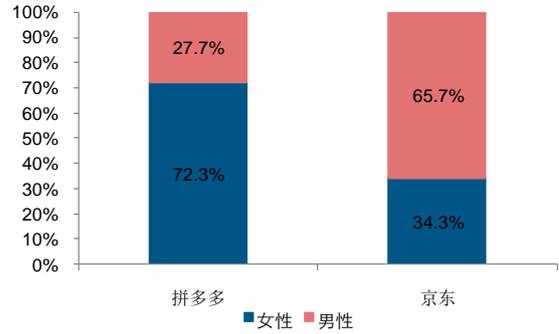
<sup>1</sup>小镇青年定义：三线、四线及以下城市的 90 后群体，下同

图 19：2018 年 2 月各大电商平台用户年龄分布情况



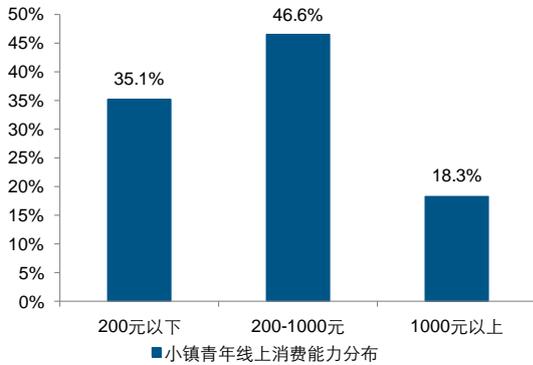
资料来源：极光大数据，长江证券研究所

图 20：2018 年 2 月拼多多女性用户占比达 72.3%，远高于京东



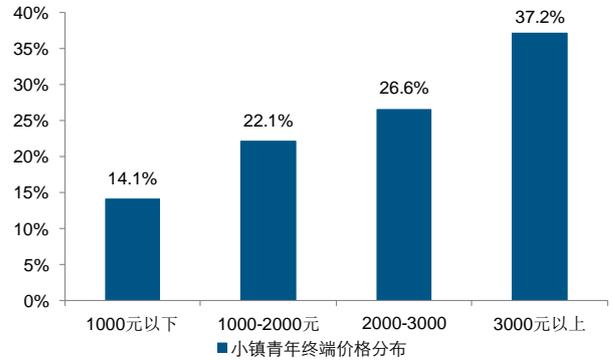
资料来源：艾媒咨询，QuestMobile，长江证券研究所

图 21：2018 年 2 月 80%以上小镇青年线上消费在 1000 元以下



资料来源：QuestMobile，长江证券研究所

图 22：2018 年 2 月 60%以上小镇青年手机价格在 3000 元以下

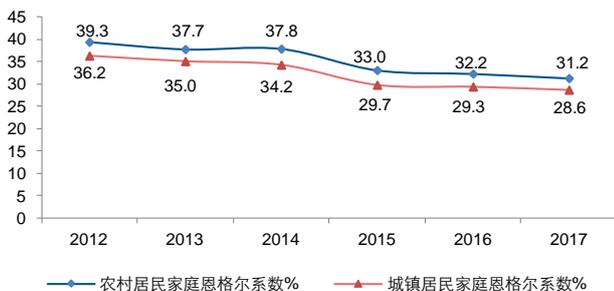


资料来源：QuestMobile，长江证券研究所

## 低线群体收入提升，消费需求丰富多元

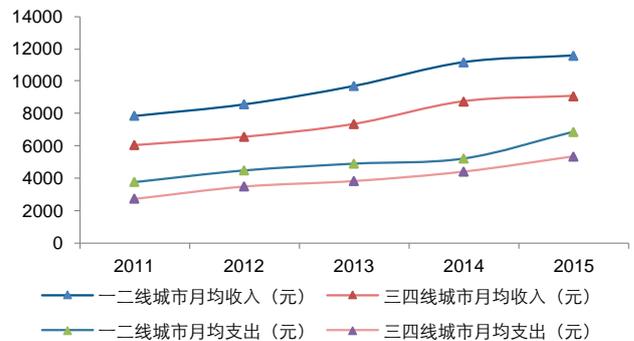
**低线消费者收入增加，消费需求逐渐多元化。**随着三四线及以下城市居民收入的增加和生活水平的提高，低线城市及农村消费者对于商品的多样化消费需求增加，希望能够以较低的价格尝试更多新鲜商品，丰富消费选择。例如，三四线城市消费者希望以可接受的价格购买榨汁机、自动洗碗机等小家电，农村消费者则希望以较低价格尝试芒果、榴莲等热带水果。拼多多平台提供全品类的低价商品，聚焦低线城市群体，在满足其多样化消费需求的同时保证了商品的低价，受到了较多的低线城市用户群体的青睐。

图 23：农村恩格尔系数不断下降，且与城市差距逐步缩小



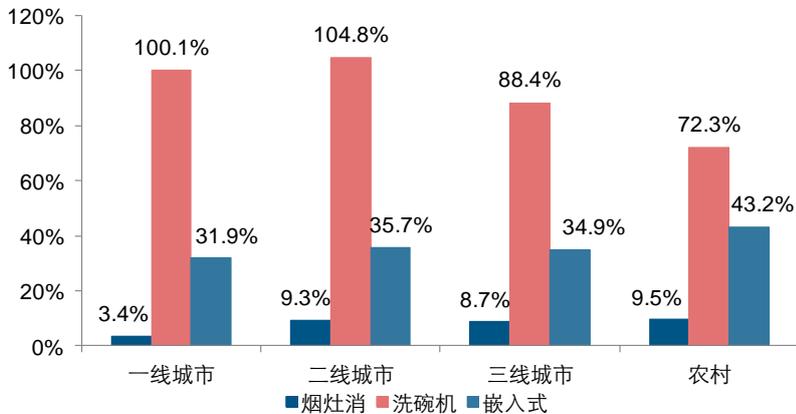
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 24：三四线城市家庭月收入消费逐年增加



资料来源：中国城市居民调查 CNRS-TGI60 城市数据，长江证券研究所

图 25：2017 年各品类厨电分市场级别零售额同比

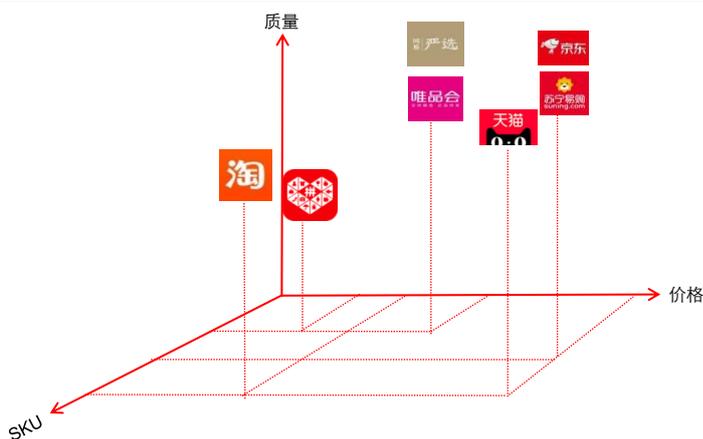


资料来源：奥维云网，长江证券研究所

## 聚集低线分散需求，错位竞争拓展市场

从目前主流电商平台格局来看，天猫是品类最全的综合性 B2C 电商平台；淘宝是品类齐全可以满足大量长尾需求的消费者的 C2C 电商平台；京东和苏宁易购逐步从主打 3C 产品向全品类平台过渡；网易严选采用 ODM 模式追求有限品类的高质量商品，唯品会主要模式为线上品牌限时限量折扣销售。在这种竞争格局之下，已有的广阔的低线市场的线上化购物消费需求未得到有效满足，拼多多则通过拼团的方式有效聚集分散化的需求，为这些群体提供了较有效率和有效益的购物平台。

图 26：目前主流电商平台的格局与拼多多的市场定位



资料来源：长江证券研究所

拼多多定位低线网购消费需求，且以拼团的巧妙模式解决分散需求下平台商户较难盈利的痛点，在电商竞争较为激烈的格局下实现快速崛起。广阔的低线城市虽然存在大量未得到有效满足的市场需求，但是这些需求较为分散，在订单生产、派发等环节成本相对较高，使得平台商户较难实现盈利，而目前主流的电商平台无法有效聚集起分散需求，借此机会拼多多以拼团模式实现更低价的销售且能够保障平台商户盈利。相比较而言，**淘宝较多商品与拼多多的商品价格定位相对较为接近**，但淘宝缺乏对于需求集中聚集的方式，也没有需求信息的快速且低成本的传递方式，使得平台上的经营客单价较低的长

尾商品的品牌商户较难盈利，消费者也缺乏可议价空间，而拼多多则恰好填补了这块市场空缺。

表 2：拼多多与其他平台价格定位、商家数及交易规模对比

电商平台	价格段位	商家数	2017年GMV规模（亿元）
拼多多	2017年活跃用户人均年消费金额为576.9元	截至2018Q1为100万家以上	1412
淘宝	2017年活跃用户人均年消费金额为8732元	截至2018年6月为989.82万家	26890
天猫		截至2018年6月约20万家	21310
京东	2017年活跃用户人均年消费金额为4426元	截至2017Q3约19.5万家	12945
苏宁易购	预计客单价约为1000元左右	自营+平台	1267
网易严选	2017年客单价为200元	自营	2018年目标200亿
唯品会	2017年客单价为218元	直采自营为主	2017年预计约750亿

资料来源：拼多多招股说明书，公司公告，好奇心研究所，搜狐网等，长江证券研究所，注：淘宝、天猫 2017 年活跃用户人均年消费金额和 GMV 规模为 2017Q2-2018Q1 数据

## 智能手机微信物流，三大红利奠定基础

智能手机、微信、物流三大环境条件的变化支撑了拼多多在当前时点的快速崛起。智能手机在低线市场的快速普及，奠定了低线市场交易的基础载体；微信庞大用户群体和高频低成本交流环境，给交易信息快速传导提供了基础；快递成本的降低给低价产品和低毛利产品销售实现盈利提供了可能。

## 智能手机快速普及，增加平台新兴用户

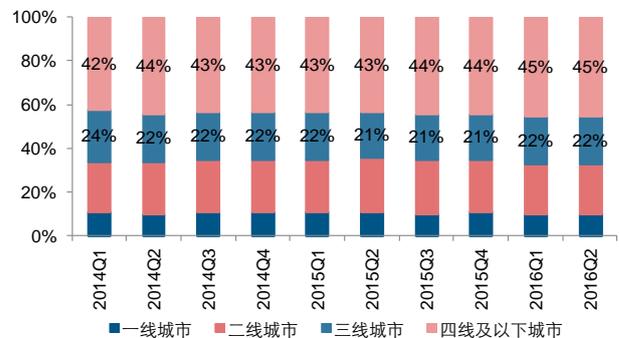
智能手机在低线市场的快速普及奠定低线市场交易的基础载体。随着移动互联网技术和智能手机在低线级城市以及农村的普及，三线及以下城市和农村智能手机用户已超过一二线城市，达到 65% 以上，并且三线及以下城市移动互联网用户增速仍在以 35% 以上的速度快速增长。快速推陈出新的 VIVO、OPPO、小米等具备性价比的智能手机满足了这些城市用户对于智能手机的基本需求。移动互联网带来的红利使得很多低线城市手机用户第一次触网，这些低线城市的用户中大多数仍以价格为消费时主要考虑的因素，因此以低价为主要卖点的拼多多吸引了大量的用户。

图 27：2017 年 12 月各地区移动互联网用户及同比增速



资料来源：Trustdata，长江证券研究所

图 28：三四线及以下城市智能手机用户占比超 60%



资料来源：GFK，长江证券研究所

## 微信社交分享支持，极低成本大量引流

**微信庞大用户群体大量引流，低获客成本降低营销费用。**腾讯是拼多多的第二大股东，2018年2月，双方达成有效期五年的战略合作框架协议，腾讯向拼多多提供微信钱包接口上的接入点，使其能够利用腾讯微信钱包的流量，此外双方还在支付解决方案、云服务和用户交互等多个领域进行合作。截至2017Q4和2018Q1，拼多多应收账款余额分别为4.43亿元和5.52亿元，其中应收腾讯款项分别为5600万元和1.23亿元。

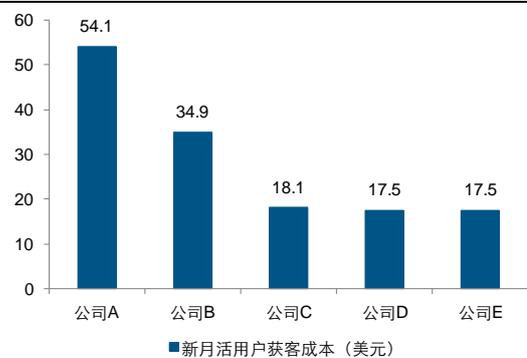
在国内主流电商平台流量成本不断攀升的情形下，拼多多利用腾讯的支持获得了大量的流量并利用自己的拼团模式进行裂变。微信作为国内最大的社交平台，截至2018年1月拥有9.06亿的月度活跃用户规模，为拼多多带来了规模可观的用户拓展基础。数据显示，朋友/网友推荐是促使移动社交用户在移动社交应用内消费的主要因素也侧面反映了微信对于拼多多的引流作用。

图 29：微信 APP 月度活跃用户数达 9.06 亿



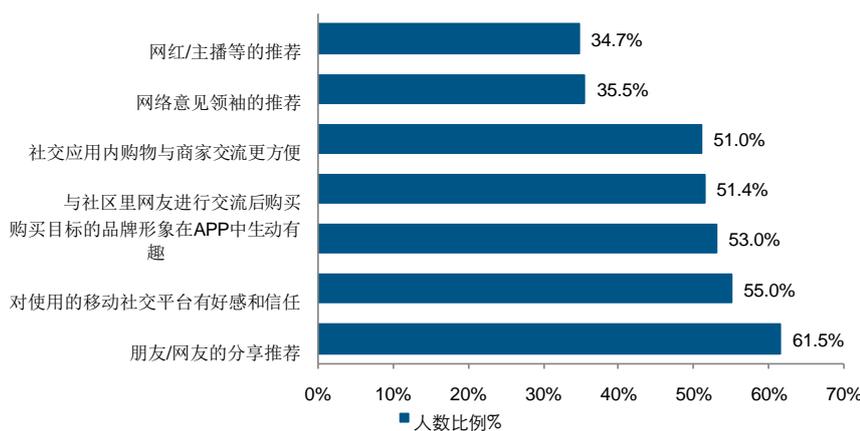
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 30：当前互联网企业的获客成本均相对较高



资料来源：小米招股说明书，长江证券研究所

图 31：朋友/网友推荐是促使移动社交用户在移动社交应用内消费的主要因素

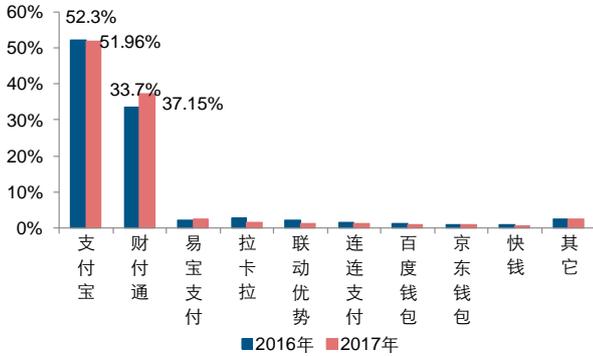


资料来源：艾瑞咨询，长江证券研究所

**充分利用微信天然社交属性进行营销，给交易信息快速传导提供基础。**微信平台的天然社交属性让很多用户在购物的同时自发地分享给好友进行沟通交流，这一行为为拼多多裂变出了更多用户流量。拼多多充分利用了微信的社交功能进行针对性的营销，推

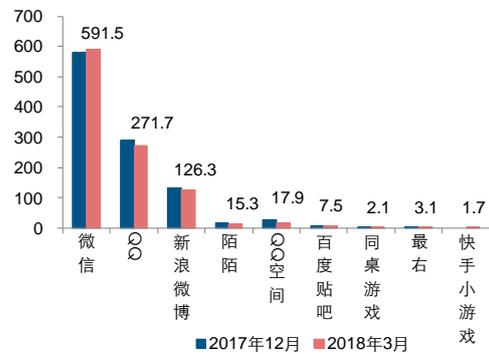
出了免费商品、折扣商品、红包等一系列营销措施，最终目的在于引导用户通过微信进行分享，从而吸引新的用户、保持老用户粘性。

图 32：财付通占第三方移动支付交易规模市场份额提高



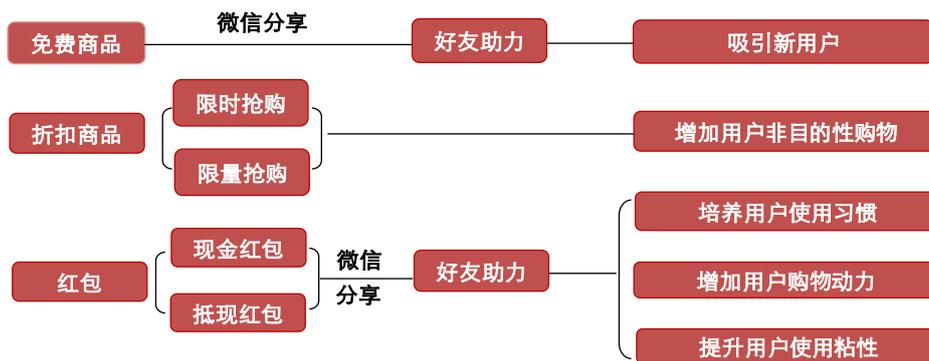
资料来源：极光大数据，长江证券研究所

图 33：各社交平台 2018 年 3 月日活跃用户数（百万）



资料来源：Big Data Research，长江证券研究所

图 34：拼多多平台营销手段诱导用户通过微信分享

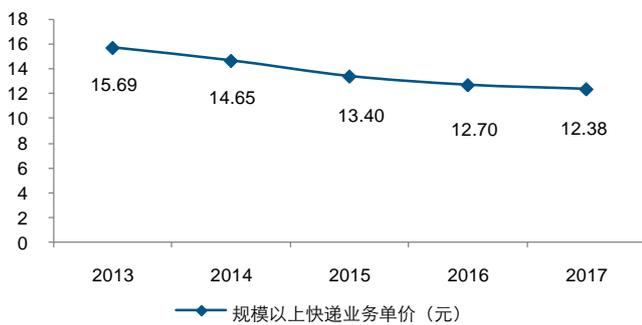


资料来源：拼多多 APP，长江证券研究所

## 物流成本逐年下降，极低价具备可能性

快递成本的降低给低价产品和低毛利产品销售实现盈利提供了可能。近年来，随着国内物流业的逐渐成熟和规范以及“四通一达”快递公司的竞争，物流快递成本呈逐年下降态势，下降的物流成本给电商平台带来了发展机遇。当订单量大时，快递公司可以给予的优惠力度也更大，在此背景下，以拼团聚集消费需求批量发货的拼多多物流成本可以大幅下降，从而使其商品低价销售有了可能性。

图 35: 规模以上快递业务单价逐年下降



资料来源: Wind, 长江证券研究所

图 36: 中国公路物流运价指数呈下降态势



资料来源: Wind, 长江证券研究所

## 低价格带商品拼团，批量成交量利齐收

拼多多定位于广阔的低价商品带市场，针对低附加值的商品以折扣作为亮点吸引价格敏感型消费客群进行销售；通过主打爆款+亲友拼团的方式快速有效聚集需求，通过定位品牌商家清仓商品及非品牌商品的入驻保证了商品供给来源，也使消费者获得了议价空间，而商家可以降低流通成本实现“薄利多销”。

## 聚集合店供多品类，拼团模式折价销售

拼多多平台的多品类布局满足了低线城市低价格带消费客群的多样化需求。拼多多为全品类电商平台，主营服饰箱包、家纺家具、家居生活、美容个护、母婴玩具、食品保健、数码电器、水果生鲜、虚拟产品、运动户外十大品类商品，几乎全面涵盖了消费者的日常消费需求，并且拼多多采取品类集合店的形式经营，消费者可以在不同店铺选择比较同类商品。对于以前在线下购物的低线城市消费者而言，拼多多可以低价丰富消费选择，满足其多样化的消费需求，比如对于红酒、热带水果等的尝鲜需求以及对于榨汁机、扫地机器人等小家电的体验需求。同时，拼多多全品类的线上专营店又满足了其一站式的采购需求，节省了线下购物前往不同专营店的购物时间和成本。对于更广阔的农村市场消费者而言，低价的全品类电商平台更是改变了日常生活用品只能在农村夫妻便利店或小型专卖店购买的消费模式，丰富了其购物选择，提供了消费多样选择的渠道。

图 37: 拼多多平台以低价满足消费者多样化需求



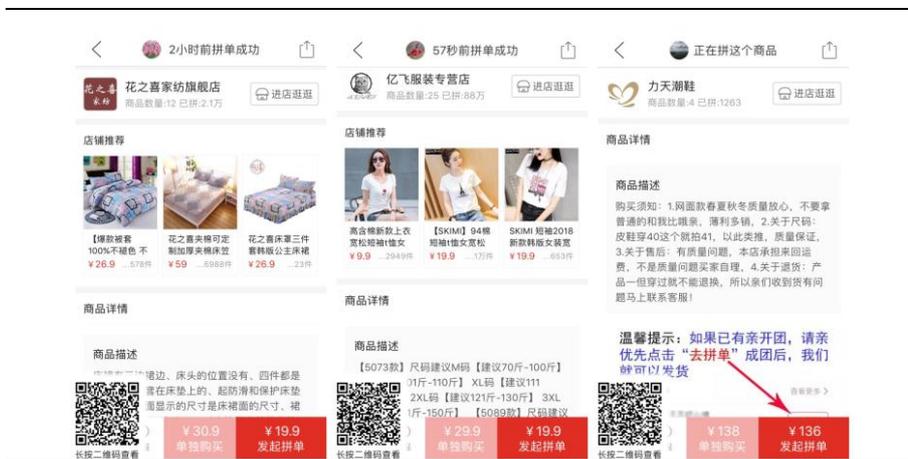
资料来源: 拼多多 APP, 长江证券研究所

表 3：拼多多店铺类型

店铺类型	旗舰店	专卖店	专营店
店铺定义	商家以自有品牌（商标为R或TM状态）入驻拼多多开设的店铺；授权品牌开设旗舰店（商标为R或TM状态）只能经营1个商品的品牌旗舰店且为一级授权	1.商家以自有品牌（商标为R或TM状态）入驻拼多多开设该品牌的专卖店2.商家经营一个授权销售品牌商品的专卖店（授权不超过2级）	经营拼多多商城同一类招商大类下1个及以上自有品牌商品的店铺
店铺类型	1.经营1个自有品牌商品的品牌旗舰店2.经营多个自有品牌商品的品牌旗舰店 3.卖场型品牌（服务类商标）所有者开设的品牌旗舰店（限拼多多商城主动邀请入驻）		1.经营1个及以上他人品牌商品的专营店 2.既经营他人品牌商品又经营自有品牌商品的专营店 3.经营1个及以上自有品牌商品的专营店

资料来源：拼多多官网，长江证券研究所

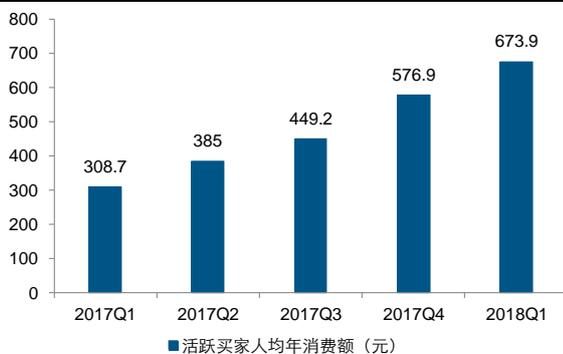
图 38：拼多多平台部分商家为某一品类专营店



资料来源：拼多多 APP，长江证券研究所

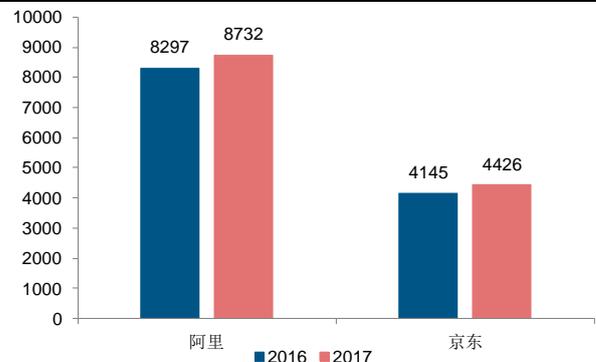
针对低附加值低单价的商品序列，以拼团砍价作为亮点吸引价格敏感型消费客群进行销售。部分商品在淘宝平台的售价已经相对较低，而拼多多平台通过拼团的方式聚集较大需求，需求聚集达到一定标准后可实现更便宜的价格购买，从而使得大部分商品销售价格比淘宝更低，根据公司招股说明书，拼多多活跃买家人均年消费金额低于 700 元，而阿里和京东分别在在 8000 元和 4000 元以上。

图 39：拼多多活跃买家人均年消费金额低于 700 元



资料来源：招股说明书，长江证券研究所

图 40：阿里/京东活跃买家人均年消费金额（元）



资料来源：公司公告，长江证券研究所 注：阿里 2016 年数据为 2016Q2-2017Q1

表 4：拼多多和淘宝商品价格对比<sup>2</sup>

品类	商品	拼多多拼单价 (元)	拼多多非拼单价 (元)	淘宝价格 (元)
服装	女式T恤	25.9	35.9	59
	连衣裙	25.9	39.9	89.9
	男式卫衣	49	55	68
鞋包	女式运动鞋	36	48	158
	男式运动鞋	95	105	99
	双肩背包	25.9	39.95	59
水果	小台农芒果5斤	19.9	29.8	23.8
	红富士苹果8斤	17.9	20.9	30
	红心火龙果5斤	39.9	49.9	39.88
食品	AD钙奶220ml*16瓶	23.9	29.9	29.8
	良品铺子手撕面包1050g	29.9	34.9	29.9
	夏威夷果100g	11.9	26.9	21.8
百货	3层300张纸巾28包	28.9	31.9	59.9
	遮阳伞	10.3	19.9	39.9
	拖鞋	7.9	9.9	25
家电	迷你榨汁机	39.9	55	99
	扫地机器人	288	399	949
	长虹5.2kg洗衣机	538	568	518
平均价格		73.0	88.9	133.3

资料来源：拼多多 APP，淘宝网，长江证券研究所

## 品牌商品低价清仓，非品牌商品可议价

品牌商家清仓商品及非品牌商品保证了可议价商品供给来源。拼多多平台的商品主要分为两种品牌清仓商品和非品牌商品：品牌商家清仓销售的目的在于通过降价的方式在短期内迅速清里库存，回笼资金，品牌清仓销售为追求低价的消费者提供了议价渠道；无品牌商品首先定价灵活，无需担心不同渠道价格冲突和影响，无固定的市场统一价格，以 Nike 运动鞋为例，除电商平台促销活动期间，其在国内主流电商平台的定价基本一致，因此商家无权根据市场变化等因素自由灵活调整价格和折扣力度；其次无品牌商品不存在品牌溢价，消费者为名牌商品支付的高额价款中很大一部分是支付给了品牌的溢价而非商品本身，拼多多平台的非品牌商品无统一市场价且无品牌议价，因此价格灵活，商家可根据销量等因素灵活给予消费者折扣，从而为拼团砍价提供了支持。

<sup>2</sup> 由于部分品类无法找到完全相同品牌商品，因此选取较为接近商品进行比较

图 41：拼多多平台主要提供两种商品：品牌清仓商品及非品牌商品

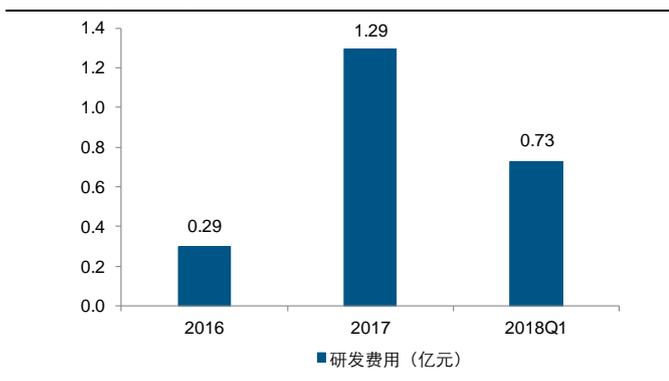


资料来源：拼多多 APP, 长江证券研究所

## 技术支持平台稳定，营销提形象引客流

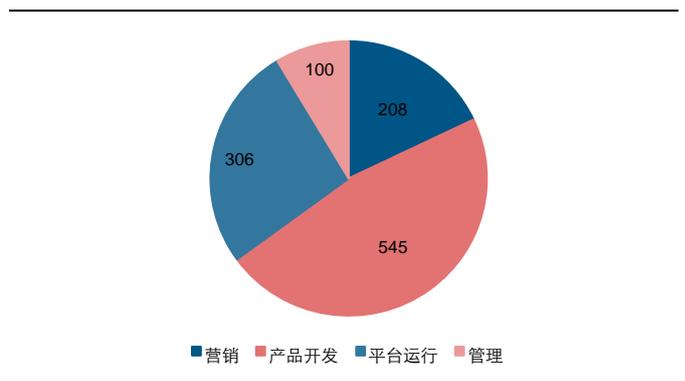
大量订单同时涌入平台需要稳定的后台技术支持保障平台正常运转，拼多多团队的技术支持保障了平台的稳定性。拼多多创始人黄峥先后毕业于浙江大学和美国 University of Wisconsin-Madison 计算机专业，曾就职于谷歌，先后创办过手机电商、电商代运营和游戏公司，团队成员平均年龄 26 岁，有 306 名员工为平台运行人员，其中不乏来自谷歌、微软、雅虎、百度、阿里巴巴、腾讯的技术人才，强大的技术背景为拼多多平台提供了技术保障。2017 年和 2018Q1 拼多多研发支出分别为 1.29 亿元和 0.73 亿元，研发费用主要用于平台的建设以及人才的薪酬支付。团队强大的背景支持以及研发费用的支出保障了拼多多平台的稳定高效运转，在同时处理大量订单时仍能保持系统稳定性。

图 42：拼多多研发费用



资料来源：招股说明书, 长江证券研究所

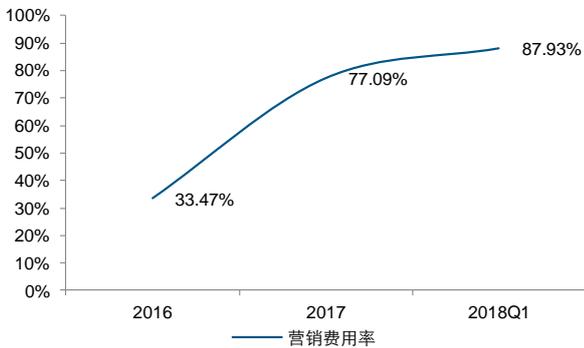
图 43：2017 年底拼多多员工构成 (人数)



资料来源：招股说明书, 长江证券研究所

拼多多线上线下大力度投入资金进行营销以进一步引流并提升公司形象。2017 年拼多多营销费用率达 77.09%，2018Q1 达 87.93%。营销费用主要包括于线上线下广告、促销及优惠券方面。拼多多自 2016 年 10 月起开始在广州投放线下广告，2017 年 7 月开始大量赞助《猎场》、《醉玲珑》等热门影视及《极限挑战》、《中国新歌声》、《欢乐喜剧人》、《奔跑吧兄弟》等大热综艺节目。此外，拼多多 APP 内有如天天拆红包、签到领现金、砍价免费拿、助力享买单等诸多营销方式。通过大量营销费用的投入，拼多多进一步吸引新用户，也树立了公司值得信赖的品牌形象。

图 44：拼多多营销费用率维持高位



资料来源：招股说明书，长江证券研究所

图 45：拼多多赞助热门影视综艺



资料来源：环球网，长江证券研究所

图 46：拼多多 APP 内各种现金红包促销手段



资料来源：拼多多 APP，长江证券研究所

## 爆款拼团聚集需求，薄利多销以量制胜

拼多多能够通过拼团产生规模效应，我们认为主要通过主打有限 SKU 的爆款商品+亲友拼团两个层次有效聚集需求。**第一层次：主打有限 SKU 的爆款商品。**不同于淘宝等传统电商平台需要海量 SKU 来满足消费者各种长尾需求，拼多多主推爆款商品，以有限的 SKU 来满足用户基本的消费需求，以服装鞋包为例，拼多多商铺商品数量大多少于 30 个，而淘宝部分女装店铺商品数量甚至达到了 3000 个以上。可选商品范围很大时，消费者的需求容易因为个人偏好的不一致而分散，对于同一商品的需求难以有效聚集，而在有限的低价商品模式下，用户愿意通过购买的选择性、多样性和即时性（需要等待成团以及可选品类的减少）来换取价格的低廉性，从而使对于有限爆款商品的需求能够快速聚集。**第二层次：亲友拼团模式将低线城市消费者线下的议价消费场景复制到了线上，需求大规模聚集。**消费者在线下砍价是单枪匹马一个人与商家议价，因而获得的折扣也有限，而在拼多多平台，消费者可以发动身边的所有亲朋好友买者一起拼单，从而产生更大的量的聚集，从而实现流通成本的摊薄，使得商家可以更低价销售。

表 5：拼多多店铺商品数量远少于淘宝网

拼多多		淘宝	
店铺	商品数量	店铺	商品数量
万古韩女装旗舰店	18	小KK美衣xiaokk	319
俏丽苏旗舰店	25	yy潮流精品女装	3356
泽韩服饰店	10	二更原创工作室	615
麻麻咪女鞋	23	小茄子TOP独家定制	58
经典潮屋	7	天步伦企业店铺	36
落华箱包	19	包爱我爱包	233

资料来源：拼多多 APP，淘宝网，长江证券研究所

从消费者角度而言，在拼多多商品结构基础上聚集的大量订单使得消费者拥有了与商家议价的能力。从商家角度而言，大量需求的聚集降低了生产成本，提升了供应链效率。商家生产大部分商品的成本中固定成本占比较高，以拼多多平台销量靠前的纸巾为例，从原浆加工、纸巾切割到塑封打包、发货运输，每一环节只要车间开工，机器运转所产生水电折旧等费用就是固定的，生产 1 吨纸巾和 10 吨纸巾的固定成本相同，因此大量的生产不仅可以提高机器设备的使用效率，还可以有效降低商品的单位成本，从而满足消费者的低价需求。

在拼多多以量制胜的模式下，虽然单位产品的利润微薄，但是通过低价吸引的大规模销量弥补了利润微薄的不足，数以百万计的销量仍给商家带来可观的利润。在拼多多平台上面可以看到单品销量以百万级计量的商品占比非常高，即均以相对较薄的利润空间博得销量，从而获得较大的总额销售回报。

图 47：爆款商品销量破百万



资料来源：拼多多 APP，长江证券研究所

表 6：截至 2018 年 4 月拼多多部分商品销量

商品名称	商品品类	销售量 (万)
香约抽纸	抽纸	508.66
百纯萃健男士保健品	其他保健品	483.09
遇水开花晴雨伞	伞	378.77
红满疆枣夹核桃	红枣	368.73
初采原生竹浆抽纸	抽纸	343.80

植护抽纸	抽纸	321.90
小红鞋运动网鞋	单鞋	319.61
甘蓝薰衣草洗衣液	洗衣液	295.28
红糖姜茶	各类冲调	282.00
憨豆熊坚果零食	坚果炒货	271.08

资料来源：拼多多 APP，长江证券研究所

## 高速规模扩张之后，成长与挑战并存

拼多多通过抓住广大崛起的低线市场价格敏感用户的低价格带商品线上消费需求的市场，通过以“尾货处理商品+非品牌商品”为主的集合店商户形成的较大供给，打造独特的拼团模式并借助微信的低成本及时信息传递能力，从而快速打开市场，仅用不到三年时间便跃居中国电商市场前三，且保持较快发展速度，未来成长前景值得期待，与此同时在该模式下如想拓展更广阔市场或也存在一定挑战：

**第一，以平台模式进行低价格带商品销售或存在质量难以把控的问题，较难以提升平台信任度。**平台的用户评论中会有水果腐烂、质量差、收款不发货、售后服务不完善以及卖家反馈不退保证金等问题被提及，2016 年拼多多的投诉量曾位居行业第一，高达 13.12%，而平台反馈时效率仅为 7.92%，在全国综合零售电商平台用户满意度 TOP15 榜中排名垫底，主要由于公司定位于低价格带产品销售，无品牌背书保障，则在以平台模式运营中面临较大风险，存在商品质量的把控难度较高，中间服务流程难以规范等问题，尤其在公司规模快速拓展过程中，可能存在进一步优化与流程规范的空间，通过努力调整，拼多多平台满意度已得到较大幅度提升。

表 7：2016-2017 年度全国综合零售电商平台用户满意度榜

平台	行业	类型	投诉占比		平台反馈率		反馈时效率		综合排名	
			2016年	2017年	2016年	2017年	2016年	2017年	2016年	2017年
苏宁易购	综合	自营+平台电商	11.41%	6.06%	100%	99.74%	98.58%	95.67%	1	1
拼多多	综合	社交拼团移动平台电商	13.12%	14.56%	79.88%	96.30%	7.92%	95.94%	15	2
唯品会	综合	自营+平台电商	9.18%	6.16%	95.20%	97.75%	88.71%	65.05%	2	3
京东	综合	自营+平台电商	15.34%	14.53%	89.20%	95.34%	74.34%	57.93%	4	4
闪电降价	综合	限时闪降类移动电商	-	1.32%	-	80.23%	-	100.00%	-	5
亚马逊	综合	自营+平台电商	2.30%	1.95%	87.30%	72.44%	94.36%	56.52%	3	6
返利吧	返利	电商导购平台	2.46%	1.63%	43.57%	74.52%	21.14	81.01%	18	7
国美电商	综合	自营+平台电商	5.84%	2.75%	42.93%	81.00%	89.33%	28.27%	5	8
当当网	综合	自营+平台电商	1.36%	2.27%	8.17%	2.02%	2.88%	66.66%	20	9
淘宝/天猫	综合	B2C/C2C平台电商	9.44%	16.21%	4.27%	-	3.16%	-	22	10

资料来源：电子商务研究中心，长江证券研究所

**第二，拼团信息分享载体较多依赖于微信平台，或存在使用成本上升等经营风险问题。**

拼多多平台在拼团信息分享中主要依赖于微信平台，目前腾讯为公司第二大股东，但微信作为公司核心的信息传递通道，或存在未来成本抬升或合作受限等经营风险。

**第三，公司平台主要经营商品为尾货处理及非品牌商品销售，或存在市场变化或规模限制等阻碍发展的问题。**随着低线城市居民消费力及消费意识的进一步强化，如对商品品

牌或品质的要求提升，则可能会从拼多多平台流失，能否突围品类层次的限制，拓展更多层次定位的商品成为公司长期规模扩张的较关键问题。

总体而言，从拼多多在电商平台间较稳定的市场格局中，以较优模式契合痛点需求从而快速渗透低线市场的成功发展路径来看，目前电商渠道的市场渗透仍较为有限，低线城市依然存在着较大可挖掘的市场空间，在当前信息技术及其他基础设施大幅完善的当下，如能够把握需求痛点与市场空白点，凭借更优的创新模式或能够迅速打开新的成长空间。

## 投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
看好	相对表现优于市场
中性	相对表现与市场持平
看淡	相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
买入	相对大盘涨幅大于 10%
增持	相对大盘涨幅在 5%~10%之间
中性	相对大盘涨幅在-5%~5%之间
减持	相对大盘涨幅小于-5%
无投资评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

## 联系我们

### 上海

浦东新区世纪大道 1198 号世纪汇广场一座 29 层 (200122)

### 武汉

武汉市新华路特 8 号长江证券大厦 11 楼 (430015)

### 北京

西城区金融街 33 号通泰大厦 15 层 (100032)

### 深圳

深圳市福田区福华一路 6 号免税商务大厦 18 楼 (518000)

## 重要声明

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10060000。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；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；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为长江证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。