

论社交电商龙头拼多多的成长与争议

商业零售

拼多多如何实现三年超过 3 亿活跃买家

拼多多成立于 2015 年 9 月，3 年时间即实现超过 3.4 亿活跃买家数，预计将成为活跃买家数第二多电商。从拼多多用户分布上来看，主要集中于三线城市以下、月收入低于 5000 元、年龄低于 30 岁人群，用户人群特点是价格敏感度高，并且闲余时间较多，拼多多主打低价的独特社交拼团模式契合用户需求；腾讯作为拼多多第二大股东持股近 18%，两者深度合作使得拼多多背靠 10 亿微信低成本流量，并且其“电商+游戏”模式开发微信低线闲时流量效率更高，社交电商自传播模式可极大节省营销费用，结果就是拼多多获客成本 2018 年 1 季度仅为 24 元，远低于同期阿里、京东超过 200 元的水平。

如何看待拼多多估值

2018 年 1 季度拼多多活跃买家数已经达到阿里的 53%、98%，但人均 GMV 仅为阿里、京东的 6%、13%，客单价仅为阿里、京东的 34%、6%，一方面与其主打低价拼团有关，另一方面也反应平台产品品类仍以单品价格不高商品居多。拼多多营收来源与阿里一样主要来自广告收入和佣金，但其货币化率上限低于阿里，一方面其为吸引商家入驻佣金只代支付服务商收取固定 0.6%费率，目前佣金货币化率仅为 0.41%，阿里则依品类结构浮动在平均 0.9%以上水平；此外拼多多入驻商家以个人卖家和中小企业店铺为主，广告投入意愿相对较低，其广告货币化率 1.67%亦低于阿里 2.37%水平。拼多多未来提升营收能力关键一方面在于对高线人群引流继续扩大用户数，另一方面在于扩充产品品类吸引优质商家入驻以提高人均 GMV 以及广告费率。

对比阿里，拼多多货币化率上限相对较低，但 GMV 仍有很大上升空间，对应 GMV、营收增速中期来看将超过阿里。我们预计拼多多 2018 年 GMV 将达到 4585 亿元，参照阿里目前市值对应 P/GMV 0.66、P/S 12 倍，给予拼多多 P/GMV 0.4 倍、P/S 15 倍估值，对应市值分别为 269 亿美元、222 亿美元。同时我们采用自由现金流折现法，按照拼多多稳态毛利率 80%、费用率 38%、单用户 GMV 增速 5%、折现率 15%，对应目标市值 285 亿美元。

如何看拼多多面临争议

电商平台山寨假货问题并非拼多多独有，阿里、京东、聚美优品等均长期陷入山寨、假货风波，阿里通过不断对打假高投入，获取了众多国际品牌商对其努力程度的认可，天猫商城也借此获得众多品牌入驻。拼多多与 C2C 模式的淘宝类似，入驻商户以个人卖家和中小企业为主，对商户入“宽进严出”方式使得卖家商品质量管理难度大，更多依赖驻后监管以及重金罚款。此外，中概股电商包括阿里、聚美优品、网秦、兰亭集势等均曾遭遇美国证券集体诉讼，诉讼理由主要是与披露信息是否全面或存在欺诈性有关，而并非平台是否存在山寨假货，其中阿里两次获得胜诉，

武超则

wuchaoze@csc.com.cn

010-85156318

执业证书编号：S1440513090003

陈萌

chenmeng@csc.com.cn

021-68821610

执业证书编号：S1440515080001

研究助理 刘烁

liushuo@csc.com.cn

010-86451012

发布日期：2018 年 08 月 09 日

而网秦与兰亭集势以较小额度赔偿金场外和解。

风险提示

1) 活跃买家数增速不达预期：随着拼多多活跃买家数基数提高，未来获客成本将不断上升，若活跃买家数增速不达预期将对 GMV 增速产生不利影响；2) 人均 GMV 增速不达预期：若拼多多吸引更多品类商家入驻速度不达预期，进而导致客单价及人均年下单次数增速不达预期，将对 GMV 增速产生不利影响；3) 货币化率增速不达预期：将对收入增速产生不利影响；4) 竞争环境恶化：特价版淘宝和京东微选的推出，将对拼多多生存空间造成挤压。

目录

一、拼多多如何三年超过 3 亿活跃买家——论互联网下半场.....	1
1.1 急速成长中的社交电商龙头	1
1.2 精准定位目标用户	4
1.2.1 拼团模式契合低线人群需求	4
1.2.2 发力广告投放巩固流量优势	5
1.3 背靠微信低成本流量	7
二、当前时点如何看拼多多估值	9
2.1 短期难以撼动阿里、京东优势地位	9
2.2 增长之惑	12
2.2.1 前车之辙——活跃用户数增速放缓如何破局.....	12
2.2.2 提升人均 GMV、货币化率是方向	14
2.3 是否还会有下一个拼多多	16
2.4 拼多多应该给多少估值	18
三、如何看拼多多面临争议	20
3.1 身处聚光灯下假货争议不断	20
3.2 山寨、假货问题并非拼多多独有，电商平台打假一直在路上.....	21
3.3 中概股遭遇美国证券集体诉讼结局各不同.....	24
风险提示	26

图表题

图 1: 拼多多发展历史	1
图 2: 拼多多拼团模式	2
图 3: 拼多多活跃用户城市分布	2
图 4: 拼多多活跃买家数 (TTM) 走势	2
图 5: 2018 年 Q1 阿里、京东、拼多多年活跃用户数 (万人)	2
图 6: 拼多多 GMV 走势 (TTM)	2
图 7: 拼多多营收、净利润、毛利率、净利率走势 (百万元)	3
图 8: 拼多多费用及费用率走势 (百万元)	3
图 9: 拼多多上市前后股权结构变化	4
图 10: 拼多多上市后投票权结构	4
图 11: 主要购物 APP 城市等级分布	4
图 12: 拼多多用户月收入构成	4
图 13: 主要购物 APP 消费者性别比例	5
图 14: 主要购物 APP 消费者年龄分布	5
图 15: 拼多多自 2016 年 10 月开始线下广告投放	6

图 16: 拼多多 2017 年 7 月起逐渐成为众多热门综艺节目赞助商.....	6
图 17: 奔跑吧兄弟 2 收视人群年龄性别构成	7
图 18: 女性最喜欢的综艺节目类型	7
图 19: 阿里、京东获客成本对比 (元/人)	7
图 20: 拼多多获客成本 (元/人)	7
图 21: 拼多多拼单步骤	8
图 22: 微信季度活跃人数 (亿人) 及同比增长	8
图 23: 2017 年 12 月各行业 app 用户粘性和渗透率	8
图 24: 微信小程序月活及在微信中渗透率 (万人)	8
图 25: 2018 年春季微信小程序累计用户规模 TOP10 (万人)	8
图 26: 微信钱包接口内第三方服务应用尚未引入拼多多.....	9
图 27: 2017 年阿里、京东、拼多多 GMV (亿元)	10
图 28: 2017 年阿里、京东、拼多多人均 GMV (元)	10
图 29: 2017 年阿里、京东、拼多多人均年下单次数.....	10
图 30: 2017 年阿里、京东、拼多多客单价 (元)	10
图 31: 拼多多收入构成 (百万元)	11
图 32: 2017 年拼多多、阿里货币化率	11
图 33: 拼多多成本构成 (百万元)	11
图 34: 拼多多口径 GMV 及估算实际成交 GMV (亿元)	11
图 35: 拼多多、阿里年活跃买家数与平均月活 (百万人)	12
图 36: 2018 年 6 月微信小程序月活跃用户数 TOP10 (万人)	12
图 37: 拼多多活跃用户数走势 (TTM)	12
图 38: 拼多多 GMV 走势 (TTM)	12
图 39: 2013-2018Q1 京东年活跃消费者与营业收入.....	13
图 40: 2013-2018 财年阿里营业收入及年活跃消费者.....	13
图 41: 2012-2017 年京东同一批客户购买数量.....	13
图 42: 阿里 1 年用户和 5 年用户 2017-2018 消费对比.....	13
图 43: 2015-2017 京东客单价 (元)	14
图 44: 天猫入驻大量品牌商家	14
图 45: 阿里布局线下的一系列举措	14
图 46: 京东开普勒从微店寻找流量	14
图 47: 阿里 B2C 电商收入构成	15
图 48: 阿里 B2C 电商业务广告费率和佣金率走势	15
图 49: 拼多多 APP 名品折扣入口.....	15
图 50: 部分拼多多合作知名品牌	15
图 51: 京东品类拓展历史	16
图 52: 淘宝店铺数量 (万)	16
图 53: 电商品牌按价格和拼团商品占比分布.....	17
图 54: 微信外部链接内容管理规范	17
图 55: 特价版淘宝、京东微选、拼多多首页.....	18
图 56: 不同等级城市人口、GDP 占比 (外圈为人口数据)	18

图 57: 第六次人口普查不同等级城市人口分布.....	18
图 58: 拼多多国内假货问题	21
图 59: 2014 年下半年网络交易商品定向监测结果	21
图 60: 淘宝近年假货事件	21
图 61: 京东近年假货事件	22
图 62: 2017 年阿里巴巴线下打假数据	22
图 63: 2017 年权利人账号数和知识产权投诉量变化	22
图 64: 天猫、淘宝和拼多多向卖家商户收取的保证金.....	24
图 65: 拼多多招股说明书关于假冒/侵权产品/遭受诉讼等风险的提示.....	25

表目录

表 1: 拼多多融资历史	3
表 2: 拼多多与天猫、京东产品价格对比 (元)	4
表 3: 不同城市手机 app 喜好排名	5
表 4: 支付渠道费率统计	11
表 5: 拼团模式主要类型	16
表 6: 拼多多市场法估值	19
表 7: 拼多多企业自由现金流折现预测	19
表 8: 拼多多估值敏感性测试	20
表 9: 国际品牌逐渐拥抱阿里	23
表 10: 天猫、淘宝和拼多多向卖家商户收取的保证金 (万元)	23
表 11: 美国律所对拼多多的调查原因	24
表 12: 部分电商中概股遭美国证券集体诉讼事件.....	25

一、拼多多如何三年超过 3 亿活跃买家——论互联网下半场

1.1 急速成长中的社交电商龙头

拼多多成立于 2015 年 9 月，是一家专注于 C2B 拼团的第三方社交电商平台，成立一年即实现用户数过亿，月 GMV 突破 10 亿元；2016 年 7 月与同为创始人黄铮创立的主打生鲜水果自营社交电商拼好货合并，因此在线直销收入曾是其 2016 年主要收入来源；2017 年一季度公司转变运营模式，放弃在线直销业务，专注于电商平台服务，当年活跃用户数达到 2.45 亿，GMV 达到 1412 亿元，一跃成为国内第三大电商；2018 年 7 月公司登陆美国纳斯达克市场。

图 1：拼多多发展历史



资料来源：公司官网、中信建投证券研究发展部

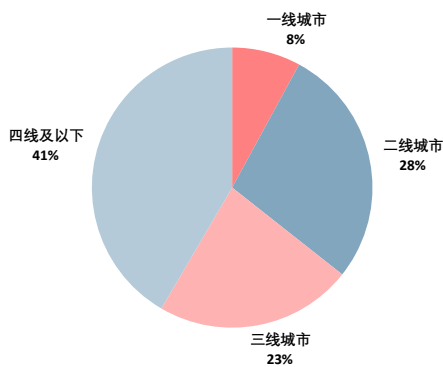
公司定位 C2B 拼团第三方社交电商平台，以低价拼团模式吸引用户自发在微信、朋友圈等发起拼团，用社交关系引流。根据极光大数据统计拼多多三线、四线及以下城市用户占比达到 65%，公司目标用户精准定位于对价格敏感度更高的低线城市及乡镇居民，自传播模式得以成立，公司也迅速积累起庞大用户群体。截止 2018 年 3 月 31 日阿里、京东、拼多多活跃用户数分别达到 5.5、3.0、2.9 亿人，根据拼多多最新招股说明书信息，公司截止 2018 年 2 季度末活跃用户数达到 3.44 亿人，预计将超过京东成为国内活跃用户数第二多电商。

图 2：拼多多拼团模式



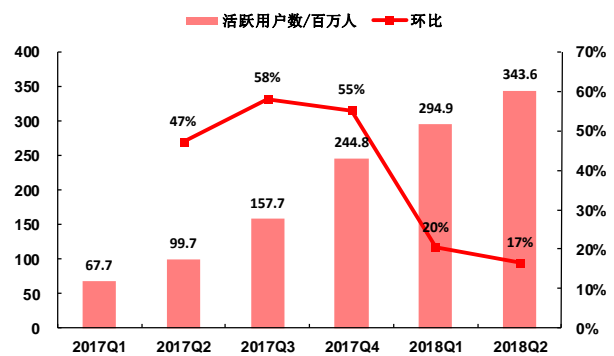
资料来源：招股说明书、中信建投证券研究发展部

图 3：拼多多活跃用户城市分布



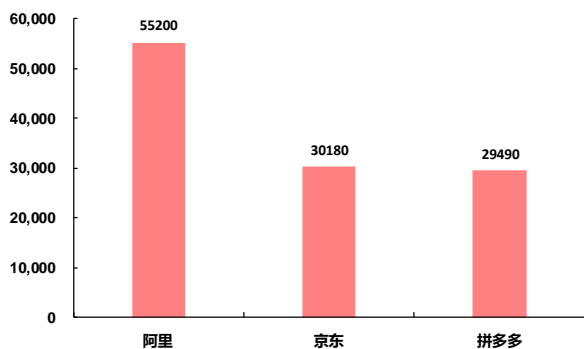
资料来源：极光大数据、中信建投证券研究发展部

图 4：拼多多活跃买家数（TTM）走势



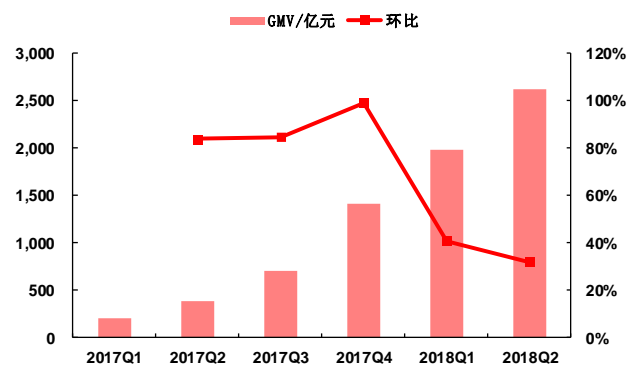
资料来源：招股说明书、中信建投证券研究发展部

图 5：2018 年 Q1 阿里、京东、拼多多活跃用户数（万人）



资料来源：招股说明书、中信建投证券研究发展部

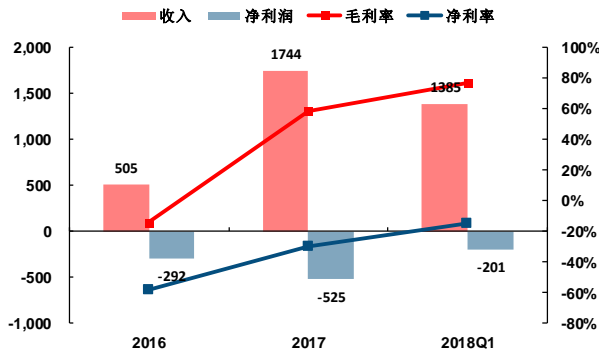
图 6：拼多多 GMV 走势（TTM）



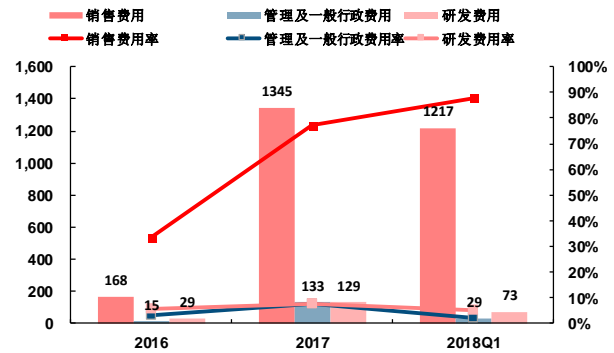
资料来源：招股说明书、中信建投证券研究发展部

伴随用户数爆发式增长，拼多多营收也急速增长，2017年、2018年1季度营收增速分别达到245.45%、3640.25%；同时，公司2017年剔除重资产运营模式的自营业务，单位营运成本撬动收入急速上升，毛利率由2016年-14%上升至2017年59%和2018年1季度77%。但为维持用户数高增速，公司增加广告投放，销售费用率较高，2016~2018年1季度销售费用率分别达到33%、77%、89%，带动整体费用率分别达到42%、92%、95%，使得同期净利率仅为-58%、-30%、-15%。

图7：拼多多营收、净利润、毛利率、净利率走势（百万元） 图8：拼多多费用及费用率走势（百万元）



资料来源：招股说明书、中信建投证券研究发展部



资料来源：招股说明书、中信建投证券研究发展部

拼多多天使轮投资人包括网易丁磊、顺丰王卫、步步高集团董事长段永平及淘宝创始人之一孙彤宇，为后续融资提供良好信用背书。随后A、B、C、D轮融资拼多多先后得到高榕资本、IDG、腾讯、红杉资本等知名投资机构注资，其中腾讯经过B、C、D三轮注册合计持有拼多多18.5%股权，成为第二大股东。2018年2月拼多多与腾讯达成5年战略合作框架协议，根据协议，腾讯同意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，两家公司还在支付解决方案、云服务和用户交互等多个领域进行合作，同时探索并寻求潜在合作的机会。

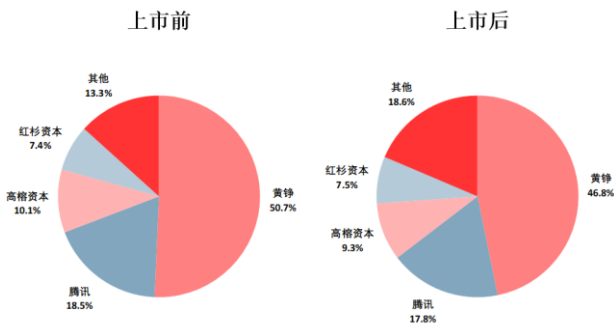
表1：拼多多融资历史

时间	投资方	融资轮次	金额(百万美元)
2015.06	Walnut Street Investment(黄峥), Chak Man Wu	Series A-1	0.67
2015.06	高榕资本, IDG China, Chak Man Wu	Series A-2	8.00
2015.11	Walnut Street Investment, 高榕资本, IDG, 光速中国, 魔量资本	Series B-1	33.34
2016.01	腾讯	Series B-2	4.38
2016.03	高榕资本, Castle Peak	Series B-3	23.00
2016.06	Sun Vantage Investment, 凯辉基金, Sky Royal Trading	Series B-4	50.00
2017.02	红杉资本	Series C-1	20.00
2017.02	腾讯, 高榕资本, Sun Vantage Investment, 凯辉基金	Series C-2	93.69
2017.06	腾讯	Series C-3	100.00
2018.03	腾讯, 红杉资本, 高榕资本	Series D	1368.67

资料来源：公开资料、中信建投证券研究发展部

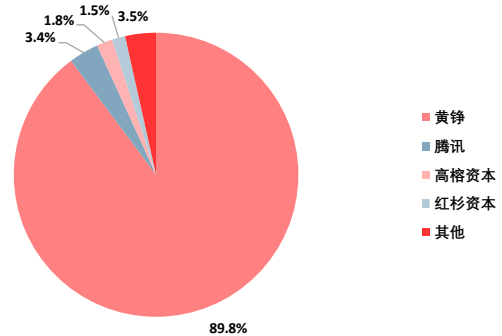
拼多多上市前夕，创始人黄峥持股50.7%，腾讯为第二大股东持股18.5%，高榕资本、红杉资本及其余股东持股比例分别为10.1%、7.4%、13.3%。本轮IPO融资完成后，黄峥持股比例下降至46.8%，腾讯与红杉资本分别出资2.5亿美金进行增资，腾讯持股比例小幅下降至17.8%。黄峥持有B类股投票每股投票权重为10，普通投资者持有A类股票每股投票权重为1，IPO融资完成后黄峥投票权为89.8%，仍对公司拥有绝对控制权。

图 9：拼多多上市前后股权结构变化



资料来源：招股说明书、中信建投证券研究发展部

图 10：拼多多上市后投票权结构



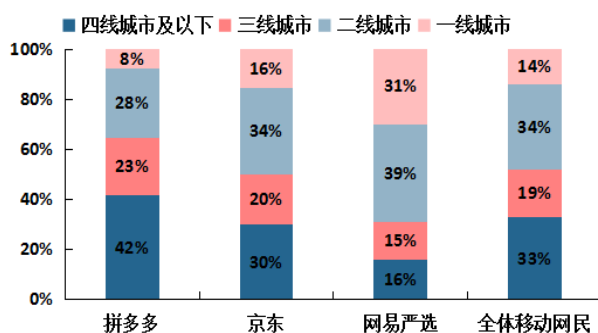
资料来源：招股说明书、中信建投证券研究发展部

1.2 精准定位目标用户

1.2.1 拼团模式契合低线城市需求

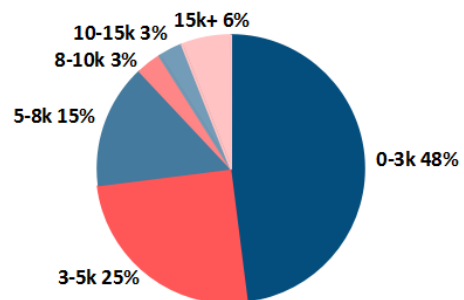
拼多多用户集中在低线城市，平均收入水平较低。根据艾瑞数据，拼多多三线及以下城市用户占比为 65%，远高于其他电商平台，且高于全体移动网民三线及以下城市用户比例。拼多多用户 48% 月收入不足 3000 元，63% 月收入不足 5000 元，用户收入水平偏低。中低收入人群消费消费能力偏低，消费时更关注商品价格，而低价是拼多多产品最显著的特征，对比拼多多与天猫、京东的产品价格，可见拼多多商品具有明显价格优势，部分商品折扣甚至超过 50%，低价拼团契合了低线城市消费者消费偏好。

图 11：主要购物 APP 城市等级分布



资料来源：艾瑞咨询、中信建投证券研究发展部

图 12：拼多多用户月收入构成



资料来源：迅飞广告平台、中信建投证券研究发展部

表 2：拼多多与天猫、京东产品价格对比（元）

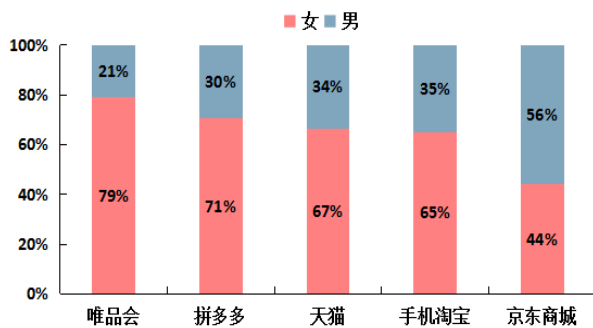
	产品	天猫旗舰店价格	京东商城价格	拼多多价格
零食 饮品	乐事薯片 145g*6 包	58	59.4	55.2
	特仑苏全脂纯牛奶 250ml*12	65	65	48.9
	雀巢咖啡 1+2 三合一速溶咖啡粉 15g*100 条	109	109	49.9
家电 数码	Vivo X21 6+128G 内存	2798	2798	2198
	美的 BCD-258WTPZM(E) 三门冰箱	2799	2699	1799

	海尔 LS65A51 65 英寸液晶电视	3999	3999	3699
家居生活	蓝月亮洗衣液 14 斤特惠装	99.9	99.9	89.9
	苏泊尔不粘锅三件套	199	239	199
	张小泉菜刀	79	79	70

资料来源：公司官网、中信建投证券研究发展部

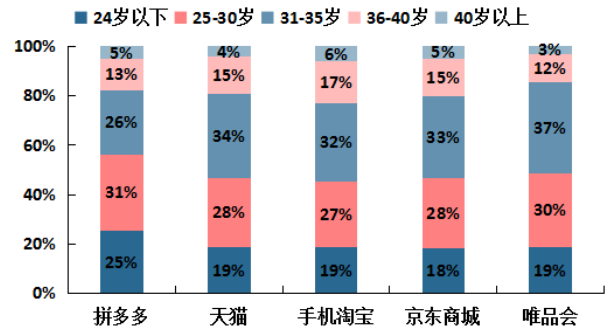
拼多多用户女性比例偏高，用户年龄分布更年轻。对比主要消费 app，可见拼多多平台女性用户高达 71%，已超过天猫、淘宝和京东，仅次于主打时尚品牌的唯品会。拼多多 30 岁以下用户占比为 56%，明显高于其他电商平台。年轻女性是拼多多消费者的主体，这部分用户多为刚毕业或初婚女性，消费能力有限，对生活精打细算，在碎片化的时间通过拼团获取优惠商品。

图 13：主要购物 APP 消费者性别比例



资料来源：艾瑞咨询、中信建投证券研究发展部

图 14：主要购物 APP 消费者年龄分布



资料来源：艾瑞咨询、中信建投证券研究发展部

分析不同城市等级居民对手机 app 喜好不同，可见一二线城市更注重效率，三线及以下城市更注重 app 的社交属性。一二线城市最喜爱的 app 类型包括共享单车、打车、外卖、购物等，利用 app 在生活方方面面节省时间；三线及以下城市居民生活节奏相对较慢，空闲时间相对较多，更喜好娱乐类和社交类软件。拼多多用户集中在三线及以下城镇，因此拼多多的社交属性为对其用户有强大吸引力，而且三四线城市社交圈相对固定，基于熟人社交的推广能起到很好效果。

表 3：不同城市手机 app 喜好排名

	一线城市	新一线城市	二线城市	三线城市	四线城市	五线及以下城市
第一名	京东	滴滴出行	王者荣耀	王者荣耀	王者荣耀	快手
第二名	大众点评	京东	优酷	搜狗输入法	快手	开心消消乐
第三名	ofo 共享单车	饿了么	饿了么	开心消消乐	开心消消乐	王者荣耀
第四名	摩拜单车	百度网盘	支付宝	Faceu 激萌	搜狗输入法	铃声多多
第五名	滴滴出行	ofo 共享单车	美团	快手	作业帮	搜狗输入法

资料来源：极光大数据、中信建投证券研究发展部

1.2.2 发力广告投放巩固流量优势

拼多多成立之初执行“纯运营，零硬广”策略，主要通过拼团模式新颖、乐趣玩法及用户口碑传播获取新用户。这种营销方式使拼多多能够在三四线城市迅速扩张，截至 2018 年 2 月，拼多多在三线、四线城市的渗透率分别为 21.38%和 35.34%，甚至超过手机淘宝 (20.31%、31.50%)，但公司在一二线城市渗透率比较低。拼多多

自 2016 年 10 月开始在一二线城市投放线下广告，主要瞄准户外以及楼宇场景，自 2017 年 7 月拼多多开始瞄准电视媒体头部流量各类热门综艺节目，相继成为《极限挑战》、《中国新歌声》、《非诚勿扰》、《我是大侦探》、《欢乐喜剧人》、《快乐大本营》、《奔跑吧兄弟 2》等一系列热门综艺节目赞助商。

图 15：拼多多自 2016 年 10 月开始线下广告投放



资料来源：公开资料、中信建投证券研究发展部

图 16：拼多多 2017 年 7 月起逐渐成为众多热门综艺节目赞助商

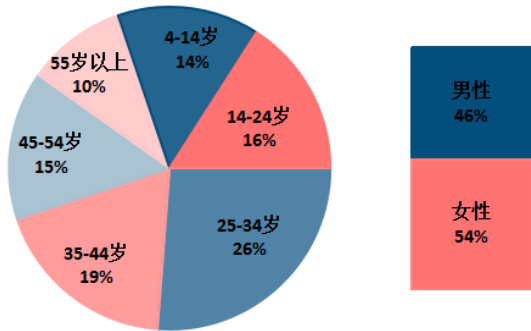


资料来源：公开资料、中信建投证券研究发展部

拼多多赞助节目的收视人群与拼多多消费人群特征高度重合。拼多多赞助节目多为女性喜欢的综艺节目类型，女性最喜欢的综艺节目为真人秀节目，其中又以相亲、娱乐和音乐最受欢迎。拼多多赞助节目几乎全部可

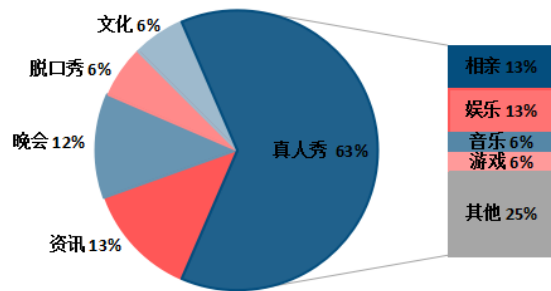
归类为真人秀节目，其中《中国新歌声》为音乐类节目，《非诚勿扰》为相亲类节目，其他各节目也以娱乐为主要目的。赞助节目收视人群年轻女性占比最高，以奔跑吧兄弟第二季为例，其收视人群女性占比 54%，34 岁以下观众占比为 56%。精准的营销策略让拼多多品牌形象高效接触潜在消费者，促进用户量的快速增长。

图 17: 奔跑吧兄弟 2 收视人群年龄性别构成



资料来源: 收视率排行、中信建投证券研究发展部

图 18: 女性最喜欢的综艺节目类型

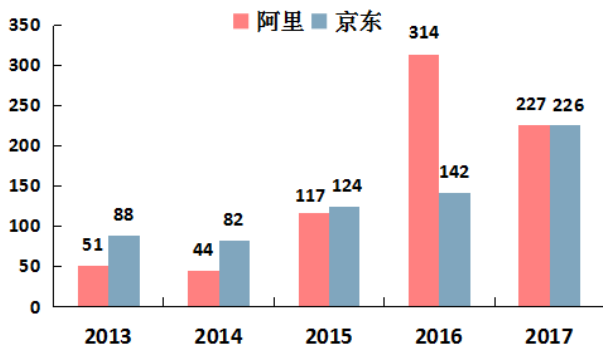


资料来源: 蓝水智库、中信建投证券研究发展部

1.3 背靠微信低成本流量

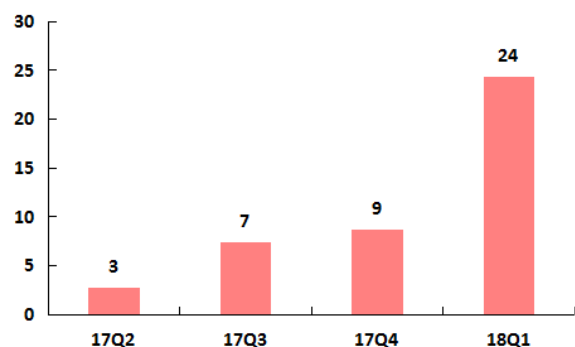
随着移动网络人口红利逐渐消退，阿里、京东获客成本明显增长，2017 年单位获客成本分别为 227 元和 226 元。由拼多多招股说明书披露数据测算可得，拼多多 2017 年获客成本在 10 元以下，2018 年第一季度因加大投入广告增加销售费用，单位获客成本增长至 24.3 元，但仍远低于传统电商。

图 19: 阿里、京东获客成本对比 (元/人)



资料来源: 公司公告、中信建投证券研究发展部

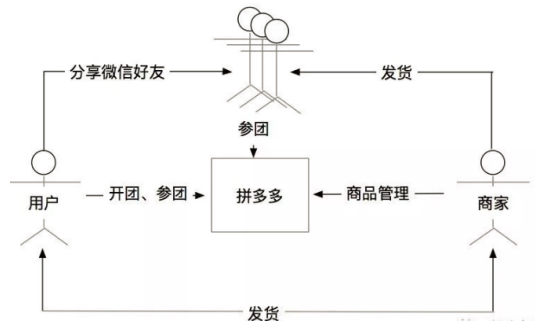
图 20: 拼多多获客成本 (元/人)



资料来源: 招股说明书、中信建投证券研究发展部

拼多多利用拼团折扣鼓励消费者分享链接，消费者每次拼团的同时为平台拉得更多用户。拼单过程中，消费者为达到拼单人数，会形成一个自媒体，自觉帮助商家推广，这种效果是传统团购不具备的，也是其低获客成本的主要原因，而其主要传播媒介即是微信。黄铮团队曾有孵化游戏项目经验，在诱导分享和各种奖励激励机制方面经验丰富，招股说明书对拼多多商业模式解读为“Costco+Disney”，也证明拼多多将游戏玩法融入电商平台建设，以提升用户留存时间以及助推其用户数借助微信平台不断裂变。

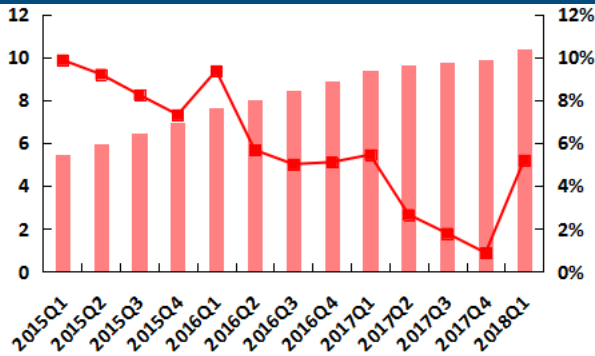
图 21: 拼多多拼单步骤



资料来源: 中信建投证券研究发展部

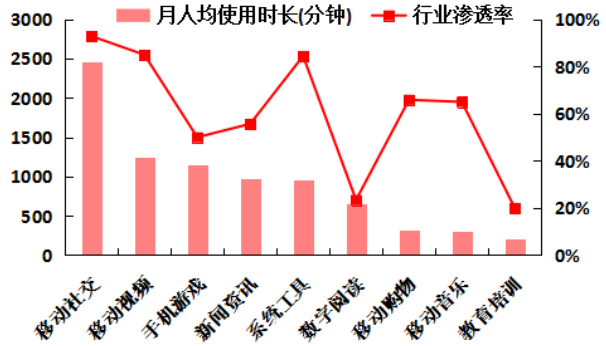
此外, 拼多多还通过微信小程序获取用户。截止 2018 年第一季度微信用户数已达到 10.4 亿人, 接近于中国移动互联网总设备数 10.91 亿台, 移动社交 app 的高用户粘性和高渗透率保障了微信用户流量的高质高效, 而微信小程序的推出是腾讯对微信流量内部流转的重要措施, 截止 2018 年 1 季度微信小程序渗透率则已达 43.9% 以上。拼多多在微信小程序上线之初即推出小程序版本, 成为 APP 之外获取用户的重要补充, 根据 QuestMobile 统计 2018 年 1 季度拼多多微信小程序累计用户规模已达 2.33 亿, 远超其余应用。

图 22: 微信季度活跃人数 (亿人) 及同比增长



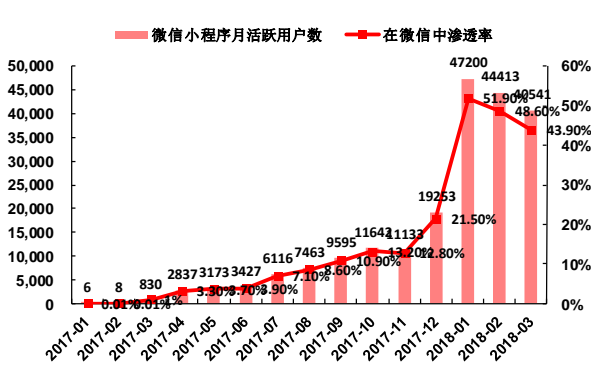
资料来源: 公司官网、中信建投证券研究发展部

图 23: 2017 年 12 月各行业 app 用户粘性和渗透率



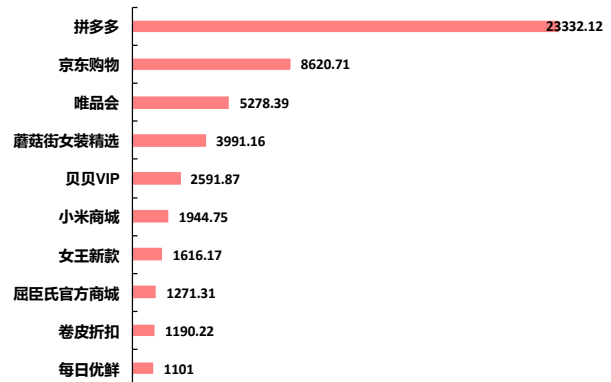
资料来源: QuestMobile、中信建投证券研究发展部

图 24: 微信小程序月活及在微信中渗透率 (万人)



资料来源: QuestMobile、中信建投证券研究发展部

图 25: 2018 年春季微信小程序累计用户规模 TOP10 (万人)



资料来源: QuestMobile、中信建投证券研究发展部

2018年2月拼多多与腾讯达成5年战略合作框架协议，根据协议，腾讯同意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，两家公司还在支付解决方案、云服务和用户交互等多个领域探索合作机会；腾讯向拼多多提供微信支付服务并且保证支付手续费率不高于其支付解决方案的正常费率；双方还将分享技术和行政资源，并在人才招聘、培训和技术资源等各专业领域进行合作。这其中，微信钱包开放给拼多多接入点或将进一步提升拼多多对微信流量开发应用。

图 26：微信钱包接口内第三方服务应用尚未引入拼多多



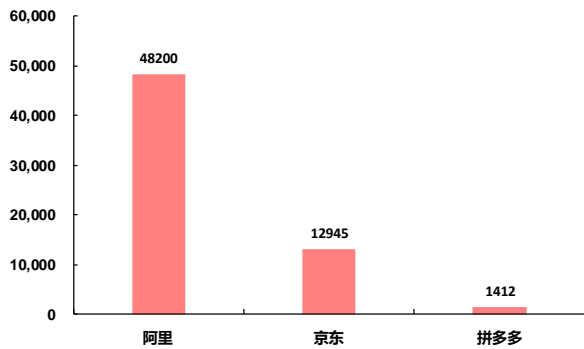
资料来源：中信建投证券研究发展部

二、当前时点如何看拼多多估值

2.1 短期难以撼动阿里、京东优势地位

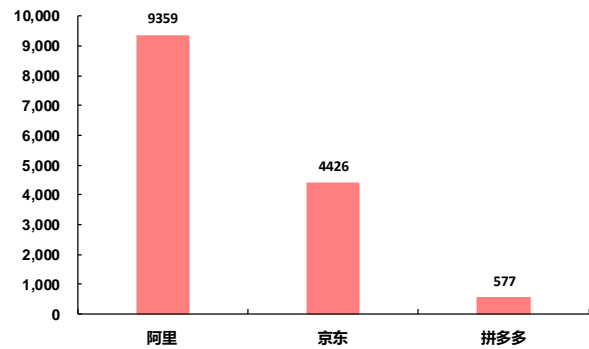
人均 GMV、客单价较低。虽然拼多活跃用户数提升迅速，但从 GMV、人均 GMV 数据上看，同阿里、京东差距仍然明显，以 2017 年度统计数据为例，拼多多 GMV 仅约为阿里、京东的 3%、11%，人均 GMV 仅约为阿里、京东的 6%、13%。另外，拼多多客单价不高，仅为京东的 6%、阿里的 1/3，但人均年下单次数约为京东 2.5 倍，反映出拼多多目前交易品类仍以购买频次高但客单价较低的商品如日用百货居多。

图 27：2017 年阿里、京东、拼多多 GMV（亿元）



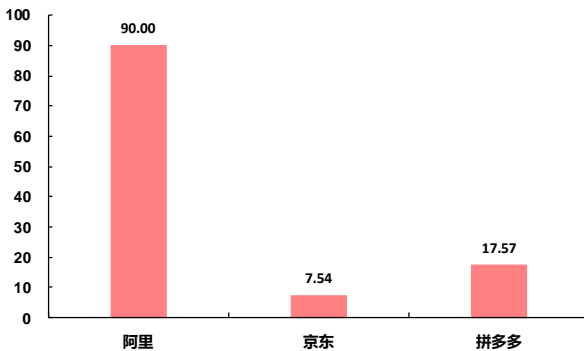
资料来源：公司公告、中信建投证券研究发展部

图 28：2017 年阿里、京东、拼多多人均 GMV（元）



资料来源：招股说明书、中信建投证券研究发展部

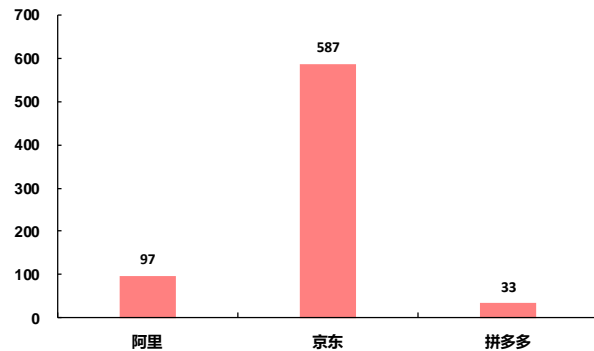
图 29：2017 年阿里、京东、拼多多人均年下单次数



资料来源：公司公告、中信建投证券研究发展部

注：阿里使用 2018 财年数据，京东订单数按照 GMV 增速估算。

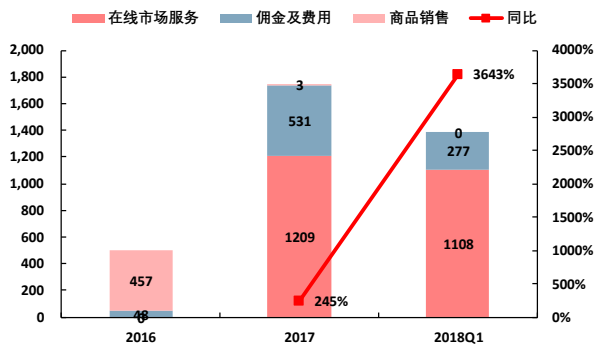
图 30：2017 年阿里、京东、拼多多客单价（元）



资料来源：招股说明书、中信建投证券研究发展部

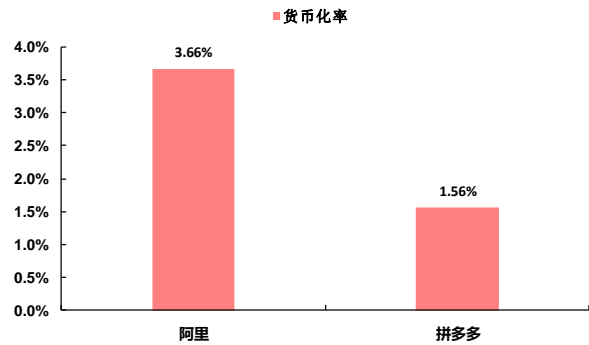
毛利主要来自广告收入，货币化率低于阿里。公司收入构成主要包括在线营销服务以及佣金收入两部分，2017 年两者收入占比分别达到 69%、30%。其中在线营销服务主要是向商家收取竞价排名费用以及广告展位费用，佣金费用则是按商家销售额收取 0.6% 佣金，主要用于向第三方支付服务提供商如支付宝、微信钱包等支付服务费用，公司佣金收入基本与支付服务成本重叠，毛利润主要由在线营销服务业务贡献。考虑京东自营业务收入占多数，拼多多按营收结构与阿里可比性更强，从货币化率（收入/GMV）角度来看，拼多多同样明显低于阿里，一方面拼多多 0.6% 佣金率低于阿里；另一方面拼多多广告收入中每点击收费及广告展位收费均低于阿里。

图 31：拼多多收入构成（百万元）



资料来源：招股说明书、中信建投证券研究发展部

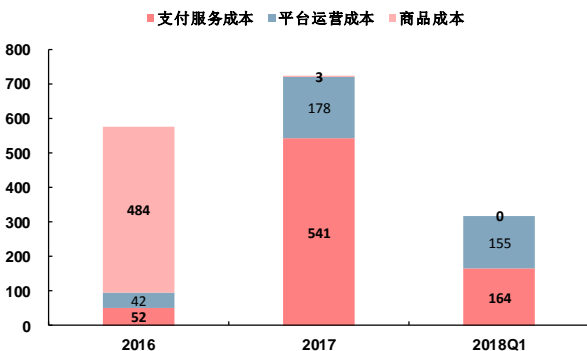
图 32：2017 年拼多多、阿里货币化率



资料来源：公司公告、中信建投证券研究发展部

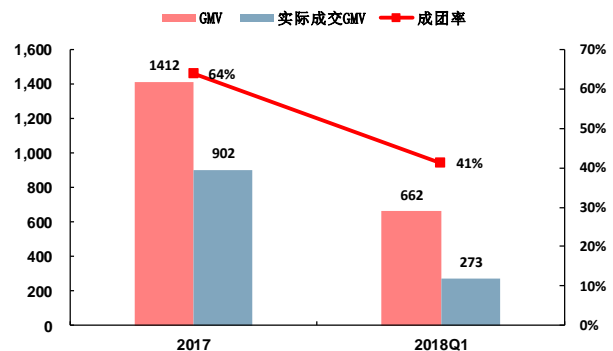
拼团成功率出现下滑。公司口径对 GMV 定义为拼团订单总价值，而不管拼团是否最终实际销售、交付或退回，实际成交 GMV 与公司口径 GMV 之间主要差异为未成团订单。公司 2017 年及 2018 年 1 季度实现 GMV 分别为 1412 亿元、662 亿元，而实际成交 GMV 可由支付服务成本反推。拼多多目前提供微信支付、支付宝、QQ 钱包三种支付方式，三种渠道一般行业均按照 0.6%收取交易手续费，根据公司披露支付服务成本，按 0.6%交易费率可计算 2017 年及 2018 年 1 季度实际成交 GMV 分别达到 902 亿元、273 亿元。可以推测平台拼团成功率出现下滑，由 2017 全年 64%下降至 2018 年 1 季度 41%。

图 33：拼多多成本构成（百万元）



资料来源：招股说明书、中信建投证券研究发展部

图 34：拼多多口径 GMV 及估算实际成交 GMV（亿元）



资料来源：招股说明书、中信建投证券研究发展部

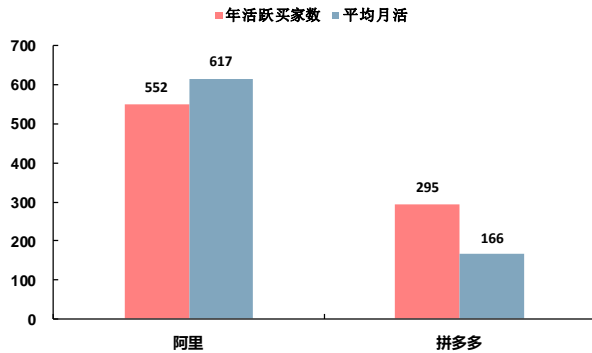
表 4：支付渠道费率统计

渠道名称	交易手续费
微信支付	实物类 0.6%，3C/数码/数娱 2%，虚拟类 1%
QQ 钱包	实物类 0.6%，虚拟类 1%
支付宝	一般行业 0.6%，3C/数码/数娱 1.2%
京东钱包	0.6%
百度钱包	0.6%
银联在线	0.8%
Apple pay	0.8%

资料来源：公开资料、中信建投证券研究发展部

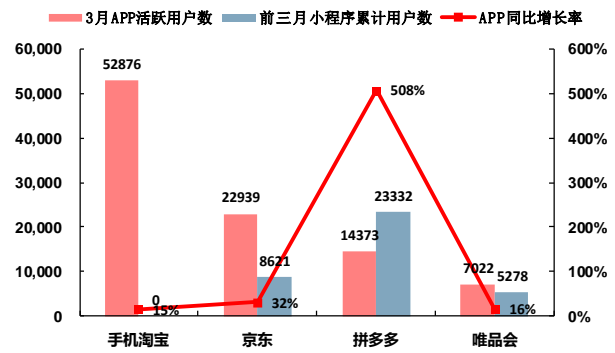
用户粘性低于阿里。从用户粘性来看，拼多多与阿里还有一定差距，主要体现在拼多多平均月活跃用户数（MAU，登陆手机端 app 用户数，不一定下单）与年活跃买家数（至少在手机端下单一次）尚有较大差距。但考虑拼多多招股说明书披露 MAU 未将微信小程序用户数考虑在内，实际差异有限。

图 35：拼多多、阿里年活跃买家数与平均月活（百万人）



资料来源：公司公告、中信建投证券研究发展部

图 36：2018 年 6 月微信小程序月活跃用户数 TOP10（万人）



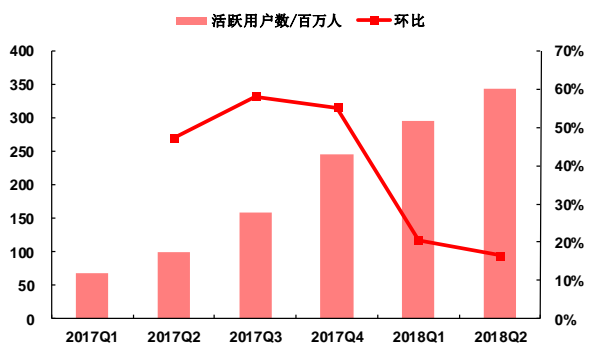
资料来源：QuestMobile、中信建投证券研究发展部

2.2 增长之惑

2.2.1 前车之辙——活跃用户数增速放缓如何破局

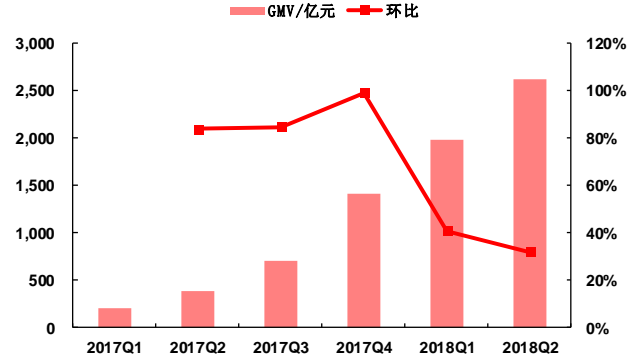
根据“电商收入=活跃买家数×客单价×平均年下单次数×货币化率”公式，可以看出电商收入扩张的主要驱动力包括扩张活跃买家数、提升客单价、提高用户年下单次数以及提升货币化率。拼多多的低获客成本使其已经积累了基数庞大用户人群，但随之而来的是活跃用户数增速的放缓，以及在此背景下如何保持收入的高增速。

图 37：拼多多活跃用户数走势（TTM）



资料来源：招股说明书、中信建投证券研究发展部

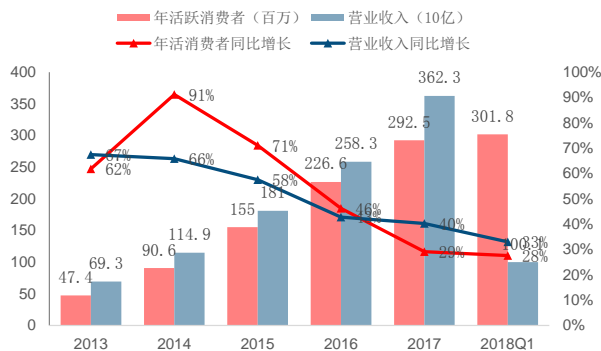
图 38：拼多多 GMV 走势（TTM）



资料来源：招股说明书、中信建投证券研究发展部

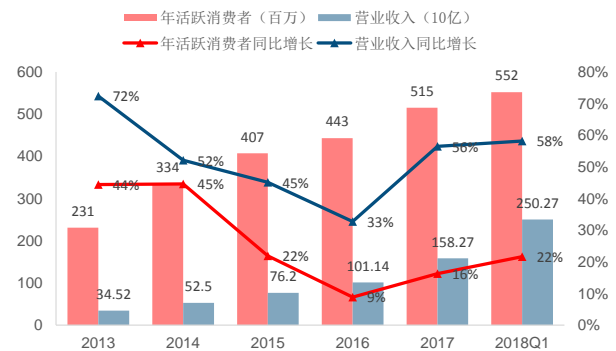
从电商巨头阿里巴巴和京东的发展历史来看，在经历了早期活跃消费者数量的快速增长后，增速不断趋缓。从 2016 年开始京东的年活跃消费者增速下降至 50% 以下，但是收入增速在 2017 和 2018 第一季度都跑赢了活跃买家增速。阿里的营业收入增速始终快于活跃买家增速，甚至在 2016 年之后与之拉开显著差距。

图 39：2013-2018Q1 京东年活跃消费者与营业收入



资料来源：公司年报、中信建投证券研究发展部

图 40：2013-2018 财年阿里营业收入及年活跃消费者



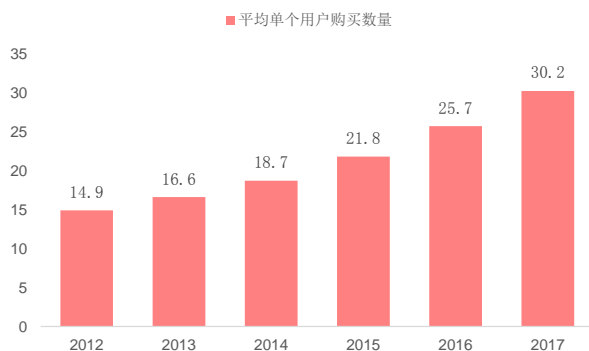
资料来源：公司年报、中信建投证券研究发展部

在用户增速大幅度趋缓的背景下，两大巨头仍保持着可观的营业收入增速主要由于在提升客单价、用户下单频次、提高货币化率等方面下了功夫。主要总结了以下三方面的举措：

(1) 发掘用户消费升级潜力，提升用户消费忠诚度

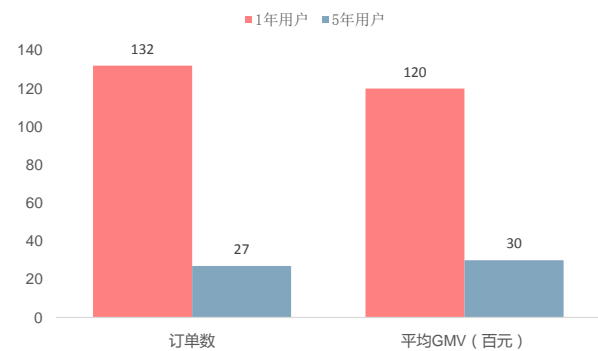
以京东为例，其统计的同一批客户从2008年到2017年，单个用户的平均购买次数不断增加，从2008年的3.7次到2017年的30.2次。阿里的2018财年年报显示，客户使用淘宝、天猫等平台的时间越久，其人均购买数量和人均GMV都远远高于新用户。这也就意味着，尽管新用户的增速放缓，但是将短期使用用户培养为长期使用用户，将给电商业务带来新的增长动力，核心忠诚用户的数量增长仍有较大空间。京东在这方面主要采取的策略是通过严把质量关和服务效率提升客户品牌口碑，同时推出各类会员向忠实用户提供优惠减免等增值服务。阿里打造的“双十一”节日形成了一种电商购物氛围，对于培养用户消费习惯，延长用户生命周期也有显著的作用。

图 41：2012-2017 年京东同一批客户购买数量



资料来源：公司年报、中信建投证券研究发展部

图 42：阿里 1 年用户和 5 年用户 2017-2018 消费对比

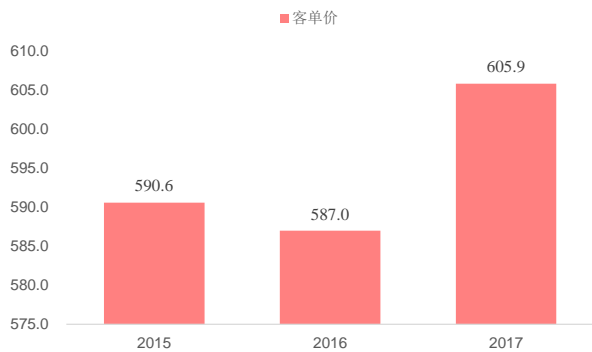


资料来源：公司年报、中信建投证券研究发展部

(2) 引入高端品牌，提升客单价

从淘宝到天猫，再到近年来火爆的跨境电商平台“天猫国际”，阿里的战略体现了清晰的“消费升级”战略。京东的客单价在2016-2017年迎来显著提升，帮助其GMV实现37.8%的增长。天猫平台引入各类品牌商家，包括中产阶级轻奢品牌到高端国际品牌，这部分业务对于其提升客单价效用显著。

图 43：2015-2017 京东客单价（元）



资料来源：公司年报、中信建投证券研究发展部

图 44：天猫入驻大量品牌商家



资料来源：天猫官网、中信建投证券研究发展部

(3) 瞄准新零售和微信生态圈流量寻找 GMV 增长新动能

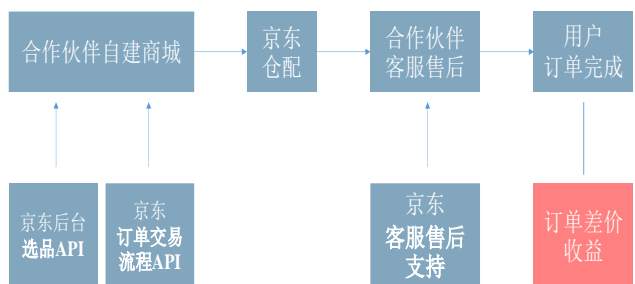
虽然京东和阿里以线上电商业务为主，但是近年来在寻找线下新零售机会、从微信生态圈发掘流量等方面举措频频。根据艾瑞咨询的统计表明，目前网上零售额在社会消费品总额中的占比仍在 20%左右，海量消费仍在线下。这促使阿里、京东等巨头纷纷向线下零售寻找流量。阿里提出“人、货、场”的新零售概念，投资盒马生鲜等。京东也与永辉超市开展合作。

图 45：阿里布局线下的一系列举措



资料来源：易观、中信建投证券研究发展部

图 46：京东开普勒从微店寻找流量



资料来源：京东、中信建投证券研究发展部

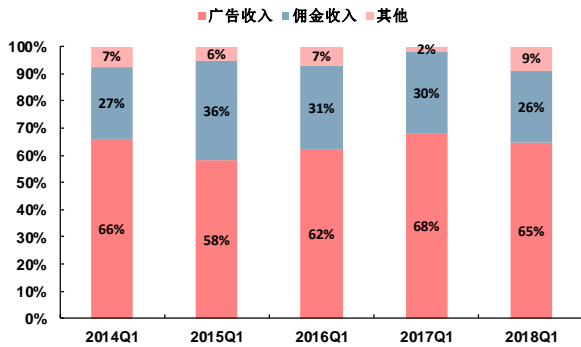
除此之外，对于微信生态圈内的流量蓝海，电商巨头也在进行拓展。以京东 2017 年开始的京东开普勒计划为例，其主要目的是与中小商家、微商等合作，京东自营负责供货，合作商家负责营销和销售。2018 年 618 活动期间，京东开普勒计划的订单量同比增长 10 倍，创造 200 亿 GMV，占京东全站 618 总 GMV 的 12.6%。由此可见，社交电商也是京东、阿里等电商巨头争夺的重要战场。

2.2.2 提升人均 GMV、货币化率是方向

拼多多主要收入构成为在线营销服务和佣金收入两部分，与阿里 B2C 电商业务收入结构一致。从阿里业务模式来看，在线营销服务主要来自商家针对每点击付费的竞价排名费用以及商家对广告展位竞价或支付固定费用，而佣金收入则是按照商家销售额收取固定比率佣金，根据不同产品品类收取 0.4%至 5.0%佣金率不等，比如消费电子类低毛利率产品佣金率较低，而服饰、奢侈品等高毛利率品类收取佣金率较高。

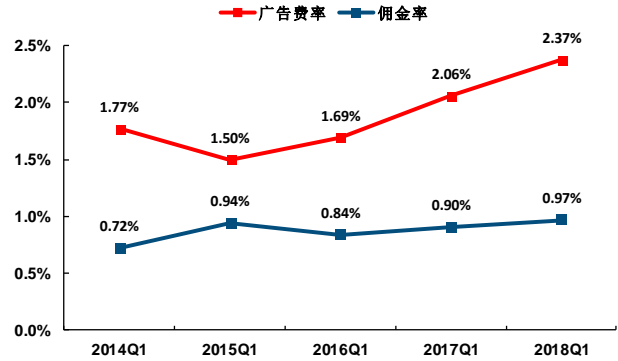
货币化率的提升主要依赖于广告费率和佣金率的提升。从阿里 B2C 电商收入结构历史数据来看，佣金率则基本维持在 0.90%附近，推测阿里销售品类结构变化不大，随着 GMV 增长佣金收入占比呈现下降趋势；而广告费率则呈现上升趋势，由 2015 财年 1.50%上升至 2018 财年 2.37%，推测一方面受益于活跃用户数的持续增加带来点击量提升，另一方面受益于入驻商家数量提升带来每点击付费的竞价提升。

图 47：阿里 B2C 电商收入构成



资料来源：公司公告、中信建投证券研究发展部
注：201XQ1 代表 201X 财年

图 48：阿里 B2C 电商业务广告费率和佣金率走势



资料来源：公司公告、中信建投证券研究发展部

目前拼多多佣金只代第三方支付服务提供商收取固定 0.6%佣金率，某种程度上是为了在早期阶段吸引商家入驻，在不改变佣金率的前提下，未来货币化率的提升主要依赖广告费率的提升。根据拼多多招股说明书信息，未来拼多多将主要依靠继续扩大用户数以及为商家提供优质大数据服务来吸引更多商家入驻，从竞价排名角度考虑，单品价格更高的商家愿意为每点击付更高费用，而从广告展位费用角度，高毛利率商家有动力出更高价格。拼多多目前品牌商品 SKU 较少，多为低价清仓商品，未来引入更多品牌商家将是拼多多提升货币化率关键。

图 49：拼多多 APP 名品折扣入口



资料来源：拼多多 APP、中信建投证券研究发展部

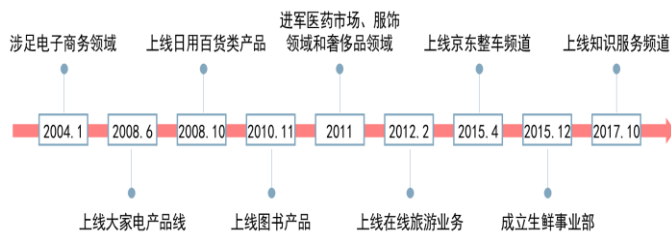
图 50：部分拼多多合作知名品牌



资料来源：公司官网、中信建投证券研究发展部

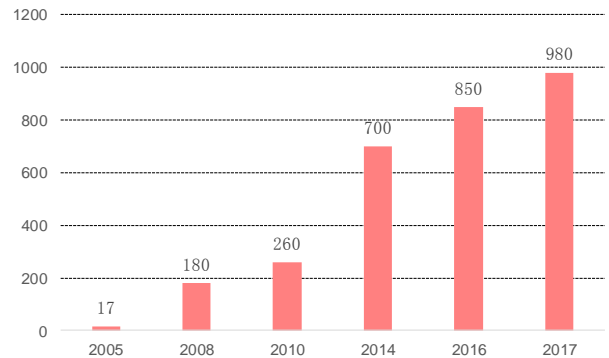
此外，产品品类的扩充可提升用户活跃度和年平均下单次数，一方面可直接提升人均 GMV，另一方面通过增加用户活跃度，可间接起到提升货币化率作用。拼多多平台提供全品类的商品，但主打“低价爆款”商品，2018Q1 客单价不足 40 元/单，仍以生活小件物品为主此外；其 2017 年单个活跃用户支出也仅为 577 元，与阿里的 8732 元、京东的 4426 元相差巨大，未来还有很大提升空间。

图 51：京东品类拓展历史



资料来源：公开资料，中信建投证券研究发展部

图 52：淘宝店铺数量（万）



资料来源：公开资料整理，中信建投证券研究发展部

2.3 是否还会有下一个拼多多

目前拼团模式可分为三种，一种是拼多多为代表的纯拼团电商，所有商品可通过拼团购买，一种是以蘑菇街为代表的传统电商，其中部分商品可通过拼团购买，最后一种是有赞为代表的拼团工具服务商，为商户提供技术支持。部分可拼团的电商总体购物体验与传统电商差别较小，而拼多多平台全部商品可通过拼单购买，给用户全新的购物体验。另外拼多多团队是做游戏起家，在诱导分享和各种奖励激励机制方面经验丰富，给购物者提供更流畅舒适的购物体验。

表 5：拼团模式主要类型

典型代表	类别	含义	拼团形式	拼团规模
拼多多	纯拼团电商	只有拼团一种模式	团购、砍价免费拿、一分钱抽奖	几万到几百万不等
蘑菇街	传统电商	拼团作为购买模式之一	一元拼团	3000-30000 件不等
有赞	拼团服务提供方	第三方服务提供方，为商户提供拼团的产品工具	团购	10-1500 件不等

资料来源：公开资料、中信建投证券研究发展部

对比相似电商品牌，只有拼多多将低价和拼团做到极致。部分电商如折 800、卷皮主打低价，但缺少社交属性带来的野蛮增长。而拼团类电商有些像蘑菇街只提供少量产品的拼团服务，未能形成现象级新型电商；有些像聚划算，虽然以团购为主，但是一方面缺少极度低价的属性，产品价格吸引力不够，一方面消费者无法主动发起拼团，只能选择商家提供的拼团产品，拼团体验大打折扣。花费时间去拼团的用户一定是高度重视产品价格，反之亦然，拼多多正是基于对用户需求的精准判断，在低价和拼团两个方向纵深，才能迅速开拓出电商新兴帝国的疆土。

图 53：电商品牌按价格和拼团商品占比分布



资料来源：公开资料、中信建投证券研究发展部

微信为拼多多提供流量支持成为拼多多独特优势。2018年2月，微信发布《微信外部链接内容管理规范》，明令禁止外部诱导分享类链接。拼团类电商由于缺少微信的支持，其拼单分享链接很可能被微信查封。缺少腾讯这样的社交平台巨头的支持，其他拼团类电商无法施展社交属性的巨大潜力，其发展前景无疑是有限的。拼多多与微信的战略合作让拼多多用户能够顺利利用微信平台分享拼单链接完成拼团，并以微信红包等优势产品为拼多多助力，拼多多的崛起过程中腾讯的支持不可或缺。

图 54：微信外部链接内容管理规范

具体规则及相关处罚如下：

1. 诱导分享类内容

- 1.1 要求用户分享，分享后方可进行下一步操作，分享后方可知道答案等；
- 1.2 含有明示或暗示用户分享的文案、图片、按钮、弹层、弹窗等的，如：分享给好友、邀请好友一起完成任务等；
- 1.3 通过利益诱惑，诱导用户分享、传播外链内容或者微信公众帐号文章的，包括但不限于：现金奖励、实物奖品、虚拟奖品（红包、优惠券、代金券、积分、话费、流量、信息等）、集赞、拼团、分享可增加抽奖机会、中奖概率，以积分或金钱利益诱导用户分享、点击、点赞微信公众帐号文章等；
- 1.4 用夸张言语来胁迫、引诱用户分享的。包括但不限于：“不转不是中国人”、“请好心人转发一下”、“转发后一生平安”、“转疯了”、“必转”、“转到你的朋友圈朋友都会感谢你”等；

对于违反本规范的内容，腾讯有权将其进行处理，包括但不限于停止链接内容在朋友圈继续传播、停止对相关域名或IP地址进行访问、屏蔽相关链接等。由微信公众平台或开放平台帐号施行或者发起的，一经查实，前述帐号、主体也将按照微信相关规则进行处罚，包括但不限于限制或禁止使用部分或全部功能、帐号封禁直至注销等，并公告处理结果；微信也有权依照本规范及相关协议、专项规则的规定，拒绝再向前述主体提供服务。

资料来源：公司官网、中信建投证券研究发展部

随着拼多多社交电商模式取得巨大成功，阿里、京东也开始加大布局社交电商。淘宝于今年3月15日上线特价版淘宝，主营不同品类折扣小商品，运营模式与拼多多如出一辙，通过邀请注册获取红包方式扩大用户量，支付宝联合淘宝在首页上线“5折拼团”，拼团价低于淘宝售价；京东3月底开启拼购玩法，6月上线京东拼购小程序，主打“低价不低质”。无论特价淘宝还是京东微选，其定位均与拼多多重叠，未来拼多多无疑将越来越多面对与阿里、京东直接竞争。

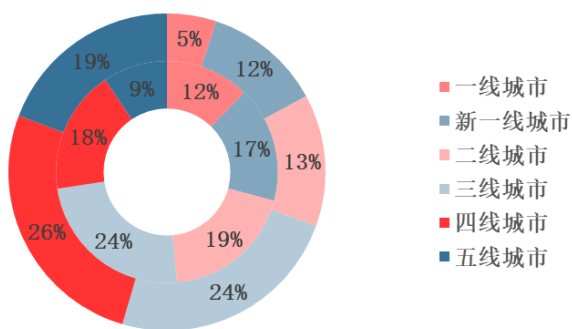
图 55：特价版淘宝、京东微选、拼多多首页



资料来源：手机 app、中信建投证券研究发展部

从人口结构和 GDP 分布上看，三四线及以下城市占比分别达到 69%、41%，随着广大低线城市人口收入增加，正在重走一二线城市消费升级路径，未来消费支出增量非常可观。因此阿里、京东在一二线城市渗透率接近饱和背景下，未来对用户拓展重心将会转移到三四线及以下低线城市，而拼多多的出现无疑将加速两者布局。关于未来格局的判断，拼多多相比阿里具有微信生态圈搭建社交网络媒介优势，此外拼多多首创商品流推荐模式而非搜索模式，其在用户大数据以及算法推荐精确度方面具有先发优势，也是其核心壁垒。

图 56：不同等级城市人口、GDP 占比（外圈为人口数据）



资料来源：公开资料，中信建投证券研究发展部

图 57：第六次人口普查不同等级城市人口分布

城市等级	城市数量	常住人口 (万)
一线城市	4	6569.02
新一线城市	15	15626.45
二线城市	30	17533.81
三线城市	70	31261.95
四线城市	90	34161.4
五线城市	129	25000.91
总和	338	130153.54

资料来源：公开资料整理、中信建投证券研究发展部

2.4 拼多多应该给多少估值

市场法：我们预计拼多多 2018 年 GMV 为 4545 亿元，货币化率为 2.2%，对应营收为 100 亿元；选取阿里为可比公司，截止 2018 年 8 月 6 日阿里 P/GMV 约为 0.66，考虑拼多多货币化率低于阿里，按照 60%折价给予 0.40 倍估值，对应拼多多市值为 266 亿美元；阿里 P/S 估值为 12.69 倍，考虑到拼多多收入增速高于阿里，并且参照阿里历史 P/S 估值中枢，给予拼多多 P/S 15 倍估值，对应市值 222 亿美元。

表 6：拼多多市场法估值

	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4
活跃用户数 (亿)	0.677	0.997	1.577	2.448	2.949	3.436	3.95	4.50
增速		47.27%	58.17%	55.23%	20.47%	16.51%	15%	14%
单用户 GMV (元/active buyer)	309	385	449	577	674	763	877.45	1009.07
增速		24.60%	16.62%	28.51%	16.81%	13.20%	15.00%	15.00%
GMV (TTM)	209	384	708	1412	1988	2622	3467	4545
货币化率				1.24%	1.56%	1.80%	2%	2.20%
收入 (亿元)				17.44	31.01	47.19	69.34	100.00
P/GMV								0.40
估值								1818
汇率								6.83
估值 (亿美元)								266
预测股价 (ADR)								24.03
P/S								15
估值 (亿元)								1500
汇率								6.83
估值 (亿美元)								220
预测股价 (ADR)								19.82

资料来源：中信建投证券研究发展部

绝对估值法：我们假设拼多多未来稳态用户数为 7.27 亿，单用户 GMV 稳态增速为 5%，货币化率、毛利率、费用率稳态值分别为 3%、80%、38%，折现率取 15%，计算出拼多多目标市值为 284.83 亿

表 7：拼多多企业自由现金流折现预测

	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	永续...
活跃用户数 (亿)	2.949	3.436	3.95	4.50	5.63	6.48	6.99	7.27	7.27	7.27
增速 (季度环比, 年度同比)	20.47%	16.51%	15%	14%	25%	15%	8%	4%	0%	0%
单用户 GMV (元/active buyer)	674	763	877.45	1009.07	1765.87	2648.80	3443.44	3959.96	4157.96	4365.86
增速	16.81%	13.20%	15.00%	15.00%	75.00%	50.00%	30.00%	15.00%	5.00%	5.00%
GMV (亿元)	1988	2622	3467	4545	9943	17151	24080	28800	30240	31752
货币化率	1.56%	1.80%	2%	2.20%	2.40%	2.60%	2.80%	3.00%	3.00%	3.00%
收入 (亿元)				100.00	238.63	445.93	674.25	864.01	907.21	952.57
毛利率				80%	80%	80%	80%	80%	80%	80%
毛利润 (亿元)				80	191	357	539	691	726	762
营销费用率				60.00%	45.00%	20.00%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%
研发费用率				8.00%	10.00%	13.00%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%
管理费用率				8.00%	8.00%	8.00%	8.00%	8.00%	8.00%	8.00%
营销费用 (亿元)				60.00	107.38	89.19	101.14	129.60	136.08	142.89
研发费用 (亿元)				8.00	23.86	57.97	101.14	129.60	136.08	142.89
管理费用 (亿元)				8.00	19.09	35.67	53.94	69.12	72.58	76.21
息税前利润 (亿元)				4.00	40.57	173.91	283.19	362.88	381.03	400.08

所得税率		25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%
FCCF (亿元)		3.00	30.42	130.44	212.39	272.16	285.77	300.06
折现率		15%	15%	15%	15%	15%	15%	15%
年限		0.4	1.4	2.4	3.4	4.4	5.4	6.4
现值 (亿元)		2.84	25.02	93.27	132.06	147.15	134.35	122.67
阶段现值之和 (亿元)		400.3						1545.07
市值 (亿美元)	284.83							

注：拼多多为轻资产运营模式，计算自由现金流时不考虑其净资本支出以及非现金营运资本变动。

表 8：拼多多估值敏感性测试

		人均 GMV 增速				
		4.0%	4.5%	5.0%	5.5%	6.0%
折现率	14.0%	293.2	306.6	321.6	338.3	357.0
	14.2%	286.5	299.4	313.6	329.4	347.2
	14.4%	280.1	292.4	305.9	321.0	337.9
	14.6%	274.0	285.7	298.6	312.9	329.0
	14.8%	268.0	279.2	291.6	305.2	320.5
	15.0%	262.3	273.0	284.8	297.9	312.4
	15.2%	256.8	267.1	278.4	290.8	304.6
	15.4%	251.5	261.3	272.1	284.0	297.2
	15.6%	246.4	255.8	266.2	277.5	290.1
	15.8%	241.4	250.5	260.4	271.3	283.3
	16.0%	236.7	245.4	254.9	265.3	276.8

资料来源：中信建投证券研究发展部

三、如何看拼多多面临争议

3.1 身处聚光灯下假货争议不断

拼多多上市前后，国内多家品牌商诉讼举报拼多多侵权，监管部门已约谈。母婴品牌“爸爸的选择”因假货问题赴美起诉拼多多，创维、康佳等多家品牌要求拼多多下架假冒侵权产品。上海工商和市场监管部门约谈拼多多负责人，并令长宁区市监局展开调查。

图 58：拼多多国内假货问题

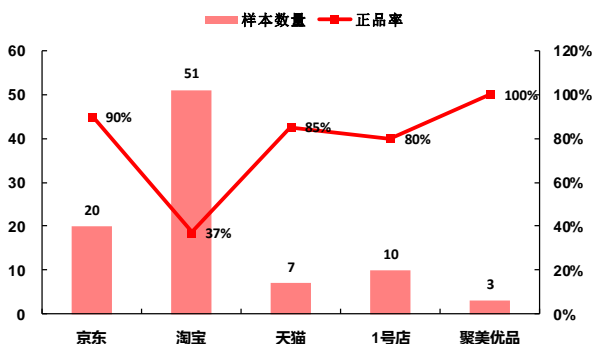


资料来源：公开信息、中信建投证券研究发展部

3.2 山寨、假货问题并非拼多多独有，电商平台打假一直在路上

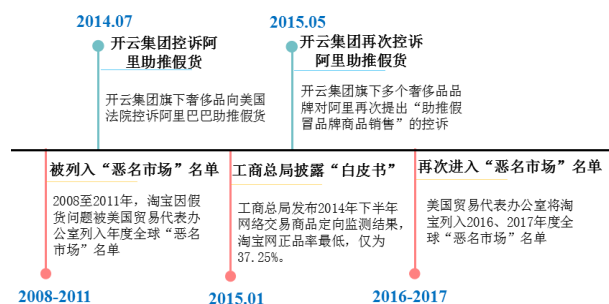
阿里一直深陷假货争议。淘宝、京东在发展历程中都曾因假货问题长期经历品牌商或消费者诉讼或举报。早在 2014 年，工商总局曾发布 2014 年下半年网络交易商品定向监测结果，指出淘宝 2014 年下半年正品率仅为 37.25%，淘宝随后反驳工商总局，认为监测过程存在样本数量过少、样本数量不一致、淘宝作为 C2C 电商平台与 B2C 电商平台不具有可比性，以及非正品概念有待商榷（工商总局统一将假冒伪劣产品、翻新产品、非授权正规渠道，含量与宣传不符产品、无 3C 认证，非中国大陆地区官方正品、不符合《消费品使用说明化妆品通用标签》要求的产品列为非正品）等。此外淘宝曾两次因为假货问题被美国贸易代表办公室列入“恶名市场”名单，2016 年曾在加入国际反假联盟一个月后即被取消身份，并被奢侈品公司开云集团两次起诉。京东自创立之初即主打正品形象，主打 B2C 业务，自营 GMV 占比接近一半，但仍多次陷入假货风波，今年更是连续陷入作家“六六”投诉事件以及京东自营假茅台事件。

图 59：2014 年下半年网络交易商品定向监测结果



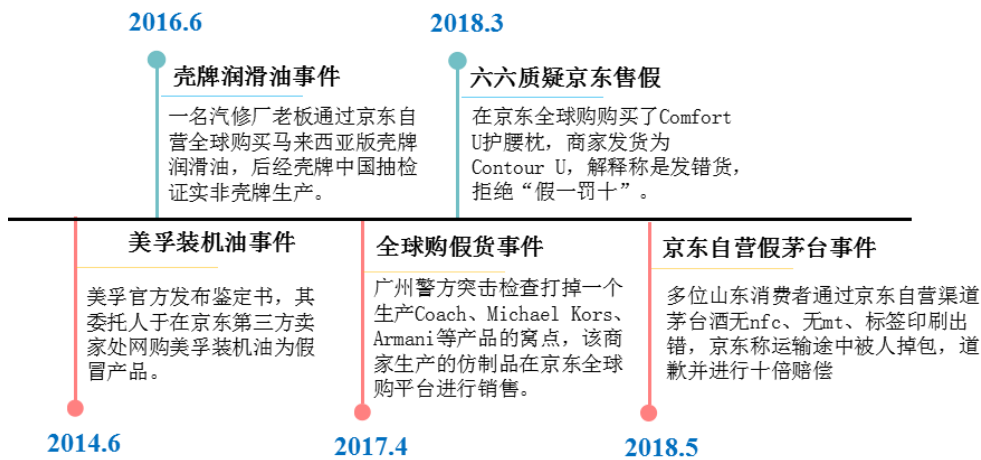
资料来源：网信办、中信建投证券研究发展部

图 60：淘宝近几年假货事件



资料来源：公开信息、中信建投证券研究发展部

图 61：京东近几年假货事件



资料来源：公开信息、中信建投证券研究发展部

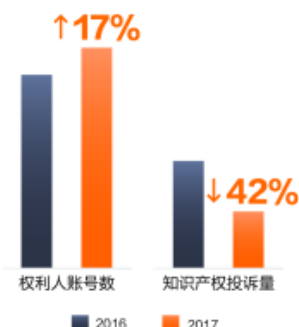
阿里致力于打假重获品牌信任。阿里自 2011 年爆出内部人员设立欺诈性供应商账号事件后，开始逐步正视假货问题，并开始与各大品牌合作打假；2015 年 9 月至 2016 年 8 月之间依托阿里大数据，执法部门累计关闭 675 家假货生产、库存、销售点；截止 2016 年底阿里已经与苹果、Burberry、LV、Cartier、Nike 等 1.8 万个国际品牌展开打假合作；2017 年成立全球首个“大数据打假联盟”，邀请 LV、施华洛世奇、赫基集团、资生堂等 20 个品牌加入，致力于利用阿里大数据以及打假生态中公安、工商、质检、食药监等权力机关线下资源；2018 年开始发布《2017 阿里巴巴知识产权保护年度报告》，展示阿里在过去一年合计关闭 24 万个淘宝疑似侵权店铺，97%疑似侵权链接一上线即被秒删，95%知识产权投诉在 24 小时内被处理。阿里的打假措施使其重获国际大牌信心，LVMH、爱马仕等国际奢侈品牌先后入驻天猫商城，2017 年开云集团更是与阿里达成和解，旗下时尚品牌 Stella McCartney 入驻天猫商城。

图 62：2017 年阿里巴巴线下打假数据



资料来源：《阿里知识产权保护年报》、中信建投证券研究发展部

图 63：2017 年权利人账号数和知识产权投诉量变化



资料来源：《阿里知识产权保护年报》、中信建投证券研究发展部

表 9：国际品牌逐渐拥抱阿里

日期	国际品牌
2016 年 9 月	LVMH 入驻天猫平台
2016 年 9 月	爱马仕集团旗下中国奢饰品牌“上下”登陆天猫
2017 年 12 月	开云集团与阿里和解，旗下时尚品牌 Stella McCartney 宣布与天猫商城合作

资料来源：公开资料、中信建投证券研究发展部

拼多多平台入驻商家质量控制较难。由于 B2C 电商以企业为主体注册，入驻门槛高，且多为品牌商，卖家质量较个人卖家高很多，山寨、假货现象较少。拼多多商户入驻方式与淘宝类似，分为个人入驻和企业入驻，但在管理采用“宽进严出”机制，商家保证金较低，信誉成本相对较低。因此，拼多多在对商家管理上天然存在劣势，更多依赖后期监管。

表 10：天猫、淘宝和拼多多向卖家商户收取的保证金（万元）

类型	天猫			淘宝		拼多多		
	旗舰店	专卖店	专营店	保证金	非海淘企业	海淘企业	非海淘个人	海淘个人
服饰	5	5	10	0.1	0.1	1	0.2	1
母婴	5	5	10	0.1	0.1	1	0.2	1
化妆品	5	5	10	0.2~0.5	1	1	1	1
食品	5	5	10	0.1	0.1	1	0.2	1
3C	5	5	10	5	0.1	1	0.2	1
图书音像	5	5	10	0.1	0.1	1	0.2	1
运动户外	5	5	10	0.2	0.1	1	0.2	1
汽车及配件	5	5	10	0.1~5				
珠宝配饰	5	5	10	0.5				
家用电器	5	5	10	0.1~5	0.1	1	0.2	1
家纺家居	5	5	10	0.5	0.1	1	0.2	1

资料来源：公开资料、中信建投证券研究发展部

拼多多假货处理规则显示，拼多多平台在发现疑似假货的当天，将采取下架货品、要求商家出具证明文件、缴纳临时保证金金额（该产品历史总销售额的十倍）、限制店铺资金提现等四项措施。当商品最终被判定为假货时，拼多多将采取永久下架商品、限制店铺资金提现、扣除商家保证金及/或商家账户货款余额作为消费者赔付金、禁止店铺上新等六项措施。此外，拼多多表示已经在改善平台规则，逐渐改用类似信用体系的流量分配机制，对相关问题做出早期预警。根据商家信用体系进行流量分配，信用体系越好，获得的流量越多。

图 64：天猫、淘宝和拼多多向卖家商户收取的保证金

假货处理规则	疑似假货时：临时增加该商家的保证金额，增幅为该商品历史销售额的10倍；限制店铺资金提现。 确认假货时：假一罚十，对该商品历史销售额10倍的罚款将会被用于对假货订单消费者进行赔付。
描述不符合规则	初步认定描述不符合时，临时增加店铺保证金，描述不符商品在抽检订单或团日所在周的周日（含）以前9个月总销售额（不包括已成交但未发货订单）的三倍。 确认描述不符合时：商家保证金及/或货款账户余额内扣收消费者赔付金，用以对一定期限内所有描述不符商品订单对应的消费者进行赔付。
虚假发货规则	从商家的账户余额及/或保证金中扣除对应的消费者赔付金，并将同等金额以87年有效期的无门槛现金券形式发放给虚假发货处理订单所对应的消费者。
保证金规则	若商家经营期间发生违规情形的（包括但不限于延迟发货、虚假发货、欺诈发货、缺货、销售假冒伪劣商品、销售商品与描述不符等），平台有权根据平台协议及平台规则的规定扣划其部分或全部店铺保证金，用于对消费者进行赔付、赔偿平台损失或支付其他应由商家承担的款项或费用。

资料来源：拼多多规则中心、中信建投证券研究发展部

拼多多 2016 年 3 月原打假部门升级为平台治理部，投入高人力、资金成本打假，2017 年共下架 1070 万件问题商品，通过黑名单机制终身封杀售假商家，回流率低于 5%。拼多多按照“假一赔十”标准与商家签约，远超国家“假一赔三”法定标准。2017 年拼多多发布“商家履约保障计划”，给予诚信商家流量和资金补贴，同时将商家服务质量、售后水平等与露出机会直接挂钩，倒逼商家重视消费体验。

3.3 中概股遭遇美国证券集体诉讼结局各不同

假货风波导致拼多多股价一路下滑。虽然在上市首日拼多多从 19 美元发行价一度冲到 26.7 美元高点，但随后几个交易日股价出现连续下滑。截至美国时间 8 月 3 日收盘，拼多多股价暂报 19.07 美元，累计跌幅约 28.58%，并且一度跌破发行价。股价下滑致使投资者利益受损，引发集体诉讼。美国时间 8 月 1 日，美国六家律所宣布，他们将代表投资者们展开对拼多多的集体诉讼，以追回投资者们因此蒙受的损失。股价下跌被认为是非正常市场原因导致的下跌，主要原因由于中国政府对拼多多平台上的山寨产品展开调查，因此律所主要关注拼多多是否向投资者披露充足而准确的信息。

表 11：美国律所对拼多多的调查原因

律所名称	诉讼调查原因
Rosen Law Firm	拼多多是否向大众投资者们发布具有极大误导性的商业信息
The Schall Law Firm	拼多多是否涉嫌未披露相关信息给投资者
Pomerantz LLP	拼多多及其高管是否涉嫌从事证券欺诈或其他非法经营活动
Law Offices of Howard G. Smith, Faruqi & Faruqi LLP,	拼多多公司及其员工是否涉嫌违反联邦证券法
Bronstein Gewirtz & Grossman LLC	

资料来源：公开资料、中信建投证券研究发展部

在美国，证券集体诉讼已经成为一种产业链，有律师事务所专门盯着上市公司股价波动，一旦异动第一时间代表投资者发布调查声明，并促使投资者作为原告委托他们调查，主要诉讼理由包括上市公司发布虚假甚至误导性商业信息，以及隐瞒可能对公司财务状况造成不利影响的重大风险等。这其中企业首次公开招股说明书

是主要诉讼类别，因为美国上市公司披露信息主要集中在发行阶段，而美国证监会在发行阶段不对披露真假进行专门核查。美国上市中概股已有超过 100 多家中概股遭到集体诉讼，包括电商领域阿里巴巴、聚美优品、网秦、兰亭集势等。

海外遭诉讼结果如何，可以借鉴电商中概股历史经历，兰亭集势、网秦、聚美优品、阿里均曾遭遇集体诉讼事件，但结果各不相同。其中，兰亭集势是唯一承认存在虚假和误导声明，并以 155 万美元与原告达成和解；网秦在第一次遭遇集体诉讼时，与原告以 510 万美元达成场外和解；阿里巴巴因未披露工商总局对其假货相关问题进行行政指导而遭受集体诉讼，但最终法院判决阿里已在风险提示中提及平台销售假货的可能性，已充分披露信息，驳回诉讼请求。

表 12：部分电商中概股遭美国证券集体诉讼事件

日期	公司	诉讼原因	结果
2013.08	兰亭集势	在 IPO 过程中夸大了业务前景，在 IPO 文件以及随后的文件中没有及时披露相关细节。	公司承认存在虚假和误导声明，以 155 万美元达成和解。
2013.10	网秦	第一次诉讼：虚报公司内部控制等情况，误导投资人 第二次诉讼：未及时披露并购信息，稀释投资者股权。 发布虚假和误导性的财务声明，未透露销售模式变化	第一次诉讼：以 510 万美元场外和解。 第二次诉讼：无。 无
2014.12	聚美优品	引发了财务状况变化等相关实情，从而导致投资者受损。	
2015.01	阿里巴巴	发布误导性声明并隐瞒受到监管调查的情况。	两次集体诉讼均被驳回。

资料来源：公开资料、中信建投证券研究发展部

中概股遭遇美国集体诉讼往往伴随股价暴跌，但集体诉讼是股价暴跌的果而非因；参照历史案例集体诉讼审议时间较长，达成结果包括和解以及驳回诉讼，而从和解金额来看数量并不大。截止目前美国律所尚无具体诉讼理由，另外需要注意的是拼多多对本身平台存在假货风险、政府曾要求拼多多采取措施解决平台侵权商品问题等风险在招股说明书风险提示环节进行披露。

图 65：拼多多招股说明书关于假冒/侵权产品/遭受诉讼等风险的提示

We may incur liability for counterfeit, unauthorized, illegal, or infringing products sold or misleading information available on our platforms.

Under our current marketplace model, all products offered on our platform are supplied by merchants, who are separately responsible for sourcing the products that are sold on our platform. In the twelve-month period ended June 30, 2018, we had 1.7 million active merchants on our platform, offering a broad range of product categories. **We have been and may continue to be subject to allegations and lawsuits** claiming that products listed or sold through platform by third-party merchants are counterfeit, unauthorized, illegal, or otherwise infringe third-party copyrights, trademarks

22

资料来源：招股说明书、中信建投证券研究发展部

风险提示

- 1) 活跃买家数增速不达预期：随着拼多多活跃买家数基数提高，未来获客成本将不断上升，若活跃买家数增速不达预期将对 GMV 增速产生不利影响；
- 2) 人均 GMV 增速不达预期：若拼多多吸引更多品类商家入驻速度不达预期，进而导致客单价及人均年下单次数增速不达预期，将对 GMV 增速产生不利影响；
- 3) 货币化率增速不达预期：将对收入增速产生不利影响；
- 4) 竞争环境恶化：特价淘宝和京东微选的推出，将对拼多多生存空间造成挤压。

报表预测

损益表 (千元)	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
Online marketplace services	48,276	1,740,691	10,000,000	23,863,000	44,593,000
Merchandise sales	456,588	3,385			
Total revenues	504,864	1,744,076	10,000,000	23,863,000	44,593,000
Costs of revenues					
Costs of online marketplace services	-93,551	-719,778	-2,000,000	-4,772,600	-8,918,600
Costs of merchandise sales	-484,319	-3,052			
Total costs of revenues	-577,870	-722,830	-2,000,000	-4,772,600	-8,918,600
Gross (loss)/profit	-73,006	1,021,246	8,000,000	19,090,400	35,674,400
Operating expenses					
Sales and marketing expenses	-168,990	-1,344,582	-6,000,000	-10,738,350	-8,918,600
General and administrative expenses	-14,793	-133,207	-800,000	-2,386,300	-5,797,090
Research and development expenses	-29,421	-129,181	-800,000	-1,909,040	-3,567,440
Impairment of a longterm investment		-10,000	1,594		
Total operating expenses	-213,204	-1,616,970	-7,598,406	-15,033,690	-18,283,130
Operating loss	-286,210	-595,724	401,594	4,056,710	17,391,270
Other income/(loss)					
Interest income	4,460	80,783			
Foreign exchange gain/(loss)	475	-11,547			
Change in the fair value of the warrant liability	-8,668				
Other (loss)/income, net	-2,034	1,373			
Loss before income tax	-291,977	-525,115	401,594	4,056,710	17,391,270
Income tax expenses					
Net loss	-291,977	-525,115	401,594	4,056,710	17,391,270
资产负债表 (千元)	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
Current assets:					
Cash and cash equivalents	1,319,843	3,058,152			
Restricted cash		9,370,849	17,242,816	21,553,520	24,786,548
Receivables from online payment platforms	10,282	88,173	283,733	620,665	1,070,647
Shortterm investments	290,000	50,000	92,002	115,003	132,253
Prepayments and other current assets	40,731	127,742	411,062	899,198	1,551,117
Noncurrent assets:					
Longterm investment	15,000	5,000	0	300,000	500,000
Property and equipment, net	2,248	9,279	27,121	53,884	88,676
Total assets	1,770,751	13,314,470	42,054,767	64,831,749	105,372,034
Current liabilities:					
Payable to merchants	1,116,798	9,838,519	31,659,452	69,255,050	119,464,962
Merchant deposits	219,472	1,778,085	5,721,714	12,516,250	21,590,532
Total current liabilities	1,414,296	12,109,507	38,967,283	85,240,931	147,040,605

Total mezzanine equity	782,733	2,196,921	2196921	2196921	2196921
Total shareholders' deficits	426,278	991,958	1,983,916	2,975,874	3,868,636
现金流量表 (千元)	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
Net cash generated from operating activities	879,777	315,479	1,968,816	6,016,425	19,659,050
Net cash (used in)/generated from investing activities	-307,301	71,651	423,770	225,252	100,025
Net cash generated from financing activities	486,538	1,398,860	16,599,576	8,736,852	13,105,278
Exchange rate effect on cash and cash equivalents	20,397	47,681	573,041	225,970	495,800
Net increase in cash and cash equivalents	1,079,411	1,738,309	18,992,162	14,978,529	32,864,352
Cash and cash equivalents at beginning of the year/period	240,432	1,319,843	3,058,152	22,050,314	37,028,843
Cash and cash equivalents at end of the year/period	1,319,843	3,058,152	22,050,314	37,028,843	69,893,195

分析师介绍

武超则：中信建投证券研究所副所长，通信行业首席分析师，TMT 行业组长。专注于移动互联网、在线教育、云计算等通信服务领域研究。2013-2017 年《新财富》连续五年最佳分析师通信行业第一名。2014-2017 年《水晶球》最佳分析师通信行业第一名、Wind 最佳分析第一名；2015 年《金牛奖》最佳分析师通信行业第一名。

陈萌：毕业于复旦大学，理学、金融复合背景。2013 年加入中信建投证券，2016 年“新财富”最佳分析师中小市值研究入围，2015、2017 年“新财富”最佳分析师中小市值研究第三名。

研究助理 刘烁：北京大学物理学博士，中国科技大学化学学士。2017 年加入中信建投证券，曾任非金属类建材行业研究助理，2018 年加入中小市值团队。

研究服务

社保基金销售经理

姜东亚 010-85156405 jiangdongya@csc.com.cn

机构销售负责人

赵海兰 010-85130909 zhaohailan@csc.com.cn

保险组

张博 010-85130905 zhangbo@csc.com.cn

周瑞 010-85130749 zhourui@csc.com.cn

高思雨 gaosiyu@csc.com.cn

张勇 010-86451312 zhangyongzgs@csc.com.cn

北京公募组

黄玮 010-85130318 huangwei@csc.com.cn

朱燕 85156403 zhuyan@csc.com.cn

任师蕙 010-8515-9274 renshihui@csc.com.cn

黄杉 010-85156350 huangshan@csc.com.cn

王健 010-65608249 wangjianyf@csc.com.cn

杨济谦 yangjiqian@csc.com.cn

私募业务组

李静 010-85130595 lijing@csc.com.cn

赵倩 010-85159313 zhaopian@csc.com.cn

张宇 010-86451497 zhangyuyf@csc.com.cn

上海地区销售经理

黄方禅 021-68821615 huangfangchan@csc.com.cn

戴悦放 021-68821617 daiyuefang@csc.com.cn

李祉瑶 010-85130464 lizhiyao@csc.com.cn

翁起帆 wengqifan@csc.com.cn

李星星 lixingxing@csc.com.cn

范亚楠 fanyanan@csc.com.cn

李绮绮 liqiqi@csc.com.cn

薛姣 xuejiao@csc.com.cn

许敏 xuminzgs@csc.com.cn

王罡 wanggangbj@csc.com.cn

深广地区销售经理

胡倩 0755-23953981 huqian@csc.com.cn

许舒枫 0755-23953843 xushufeng@csc.com.cn

程一天 chengyitian@csc.com.cn

曹莹 caoyingzgs@csc.com.cn

张苗苗 020-38381071 zhangmiaomiao@csc.com.cn

廖成涛 0755-22663051 liaochengtao@csc.com.cn

陈培楷 020-38381989 chenpeikai@csc.com.cn

评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5%之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。

重要声明

本报告仅供本公司的客户使用，本公司不会仅因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见和预测均仅反映本报告发布时的资料、意见和预测，可能在随后会作出调整。我们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，不构成投资者在投资、法律、会计或税务等方面的最终操作建议。本公司不就报告中的内容对投资者作出的最终操作建议做任何担保，没有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。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，据本报告做出的任何决策与本公司和本报告作者无关。

在法律允许的情况下，本公司及其关联机构可能会持有本报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布本报告。任何机构和个人如引用、刊发本报告，须同时注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和/或修改。

本公司具备证券投资咨询业务资格，且本文作者为在中国证券业协会登记注册的证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了作者的研究观点。本文作者不曾也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

股市有风险，入市需谨慎。

中信建投证券研究发展部

北京

东城区朝内大街 2 号凯恒中心 B 座 12 层（邮编：100010）
电话：(8610) 8513-0588
传真：(8610) 6560-8446

上海

浦东新区浦东南路 528 号上海证券大厦北塔 22 楼 2201 室（邮编：200120）
电话：(8621) 6882-1612
传真：(8621) 6882-1622

深圳

福田区益田路 6003 号荣超商务中心 B 座 22 层（邮编：518035）
电话：(0755) 8252-1369
传真：(0755) 2395-3859