

# 商贸零售

# 行业深度分析

## 备受争议的电商行业鲶鱼：拼多多

 投资评级 **领先大市-B 维持**

### 一年行业表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-0.36	-3.44	-13.27
绝对收益	-6.11	-19.54	-24.44

### 分析师

王冯  
 SAC 执业证书编号：S0910516120001  
 wangfeng@hua.jinsec.cn  
 021-20377089

### 分析师

齐莉娜  
 SAC 执业证书编号：S0910518070001  
 qilina@hua.jinsec.cn  
 021-20377037

### 报告联系人

吴雨舟  
 wuyuzhou@hua.jinsec.cn  
 021-20377061

### 相关报告

商贸零售：既然时光留不住，何不美颜逆青春 2018-08-13

### 投资要点

- ◆ **“拼团+低价”满足中小卖家流量需求及消费者价格需求：**拼多多商业模式分为“单独购买”和“拼团购买”两种模式，大多数人选择更为低价的拼团模式。拼多多连接了无渠道的农产品，和无品牌的小厂家，搭上农村电商渗透率提升一级三四线城市消费升级的快车，并成为库存积累品的销售渠道，满足消费者的低价需求。拼多多的销售产品构成与淘宝类似，百货食品服装鞋包占比超一半。另外家居建材和母婴也是占比较大的品类。拼多多以低价取胜，十元二十元商品较多。
- ◆ **收入全部源自在线网络服务，逐步电商行业较重要竞争者：**2018 第一季度拼多多总收入同比增长 36 倍达到 13.85 亿元，全部来源于平台服务费。其中交易佣金收入约为交易额的 0.4%，其余为网络服务费用。虽然目前拼多多仍然亏损，但截止 2018 年 Q1 的近十二月 GMV1987 亿，截止 2018 年 Q2 的近十二月订单总量达 75 亿，分别较 2017 年有约 40%、74% 的增长。同于拼多多近十二月活跃用户从 2017 年 Q4 的 2.44 亿人增长至 2018 年 Q1 的 2.95 亿人，已接近京东年度活跃用户的 3.02 亿人，并约占阿里平台年度活跃用户 5.52 亿人的 53%。拼多多已经成为电商行业的较重要竞争者。
- ◆ **产品端：供应链提效带来低价，低价推动拼多多高速增长：**在产品端，拼多多整体定位较低，平台上有许多无品牌产品，为消费者提供低价商品。这种定位，与淘宝平台在品质化品牌化之前非常类似。近年来，阿里京东的品质化升级，留出了低价区的供给缺口，为拼多多的快速扩张提供契机。拼多多在拼单模式中也提供了较淘宝天猫、京东平台更低的价格。更低的价格是持续推动拼多多实现 GMV 高速增长的产品端原因。而低价的核心，则源于拼多多供应链、营销效率的有效提升。
- ◆ **供给端：电商渠道提升农产品销售效率，解决过剩产能及杂货库存：**拼多多抓住了生鲜电商渗透率提升的市场机遇，并以低价策略、坏果包赔等优势与阿里京东竞争，未来拼多多将继续加大对“拼农货”的流量扶持，有望从生鲜电商市场规模快速扩张中持续受益。另外，随着我国电商渠道零售额快速提升与渠道下沉，我国线下实体店受到较大冲击。作为线下渠道小店典型的杂货店受电商冲击较大，且难以享受行业集中度提升的趋势。2015 年至今，杂货店销售额逐步下行，我国低端零售渠道末端分支步履维艰。拼多多渠道较淘宝、天猫更低的商家入驻门槛，为杂货店等小型零售店去库存提供便利，对平台成交额形成有效支撑。
- ◆ **需求端：切分中低端市场及农村市场，三线及以下空间广阔：**2016 年，我国三四线城市人口拥有约 6.9 亿人，是一二线城市的 1.64 倍，三线及其一下城市社会消费品零售占比合计达 48%，低线城市市场仍然广阔。拼多多定位高性价比，契合三四线及以下消费者收入水平，再加上电商渠道下沉，拼多多低线城市用户占比更多。据极光大数据，拼多多三四线及以下消费者占比约 65%，较京东的 50% 更高。而三四线人群的较低收入，叠加拼多多的高性价比定价，使拼多多

用户人群较典型综合电商月收入更低。

- ◆ **渠道：腾讯参投带来微信用户群，拼多多在微信上不断引流：**具有社交属性的电商拼多多，在 GMV 不断提升的过程中受到腾讯认可。目前腾讯持有拼多多股份约 17.8%，投票权比例为 3.4%。背靠腾讯庞大的用户数量，比如微信月均活跃用户 9.3 亿人，拼多多获得了广阔发展空间。微信的支持使拼多多月均活跃用户快速增长，并于 2018 年一季度达 1.66 亿人。具体引流效果来看，在 2018 年 6 月 18 日的大型促销中，拼多多有近 45% 的用户来源于腾讯生态圈，腾讯对拼多多的导流效果明显。
- ◆ **未来看点：量、价、市占率均有较大增长空间：**拼多多客单价及客均消费额逐步提升，2017 年与 2018Q1，分别约为 32.8、38.9 元。且仍有较大空间。拼多多月均活跃用户为微信用户群的 17.8%，拼团模式使拼多多用户量、店铺数量仍有提升空间。拼多多 2017 年市占率约 2%，目前 GMV 快速提升，市占率正逐步提升。
- ◆ **盈利能力：正常发展下拼多多有望实现盈利：**目前亏损源于广告宣传及促销，预计可实现盈利。拼多多亏损的主要原因在于拼多多平台仍处于快速发展阶段，收入正在开拓，而销售及营销支出较高，亏损占 GMV 约 0.43%。拼多多货币化率约为 2.1%，低于淘宝品牌化之前的较稳定的 3.0%，且目前货币化率正在提升，预计能接近 3.0% 左右。由于拼多多目前有较多广告，销售及营销费用占 GMV 约 1.8%。大量收入被用于宣传及促销，带动 GMV 上升，形成 GMV 与营销的正反馈。整体来看，随着 GMV 上行，广告宣传的规模效应显现，消费者使用粘性提升，营销费用占 GMV 有望逐步下降，从而覆盖目前的亏损，预计可实现盈利。
- ◆ **电商格局：短期看主流电商对标产品对拼多多冲击或有限：**从流量获取上，淘宝特价版、京东拼团大多是由天猫、京东客户直接导入，新增获客比较难；而且在微信平台的分享上，拼多多无疑是最便捷、最能直接获取用户的渠道；从平台商角度，阿里、京东的主战场仍是一二线城市，品牌的消费升级是它们的核心；拼多多的错位竞争与二者的利益冲突较有限。

**长期看成为电商第三极仍将面临激烈竞争：**由于拼多多目前的模式与淘宝初期类似，相对阿里京东，商业护城河不足。长期来看，只要拼多多解决假货问题，就能够从社交电商入手挑战阿里京东，因此阿里京东越发重视拼多多是必然结果。目前，支付宝已推出拼团功能，试图运用拼团切入社交电商模式，继续挖掘支付宝 5.66 亿月均用户的社交电商潜力。阿里等电商龙头的持续投入，或将致电商竞争更加激烈，拼多多的发展仍面临挑战。
- ◆ **目前估值：拼多多目前股价较为合理：**假设拼多多延续较快增长，则 2018 年全年约可实现 4200 亿元 GMV，以及近 88 亿元营收。按照 P/GMV 计算，拼多多股价约为 22.13 美元/ADR，若根据 P/S 计算，拼多多股价约为 17.58 美元/ADR，目前股价较为合理。
- ◆ **风险提示：**1. 公司尚未盈利，商业模式可能发生变化，转型存在风险；2. 目前客均收入仍然较低，提升货币化率或降低平台商品性价比；3. 拼多多用户对价格敏感，平台忠诚度或有限；4. 长期发展挑战现有市场格局，阿里京东或越发重视拼多多，或加剧电商竞争；5. 面临美国集体诉讼，或对市值等产生不良影响。

## 内容目录

一、拼多多业务简介.....	6
(一) 业务模式：“拼团+低价”，满足中小卖家流量需求及消费者价格需求 .....	6
1. B 端满足中小卖家的流量需求 .....	6
2. C 端低价购买+流量低成本传播 .....	7
(二) 经营简介：拼多多产品构成类似于淘宝，目前仍然亏损 .....	7
(三) 市场地位：规模快速扩张，逐步成为较重要竞争者 .....	8
二、公司特点 .....	9
(一) 产品端：供应链提效带来低价，低价推动拼多多高速增长 .....	9
1. 拼多多整体定位较低，与品质化前的淘宝类似 .....	9
2. 低价源于供应链、营销提效，以量取胜预计可持续 .....	11
(二) 供给端：电商渠道提升农产品销售效率，解决过剩产能及杂货库存 .....	13
1. 拼多多抓住农产品等生鲜电商渗透发展机遇 .....	13
2. 拼多多解决电商冲击下的过剩产能及杂货库存 .....	14
(三) 需求端：切分中低端市场及农村市场，三线及以下空间广阔 .....	16
(四) 渠道：腾讯参投带来微信用户群，拼多多在微信上不断引流 .....	18
(五) 未来看点：量、价、市占率均有较大增长空间 .....	19
三、盈利模式与未来探讨 .....	20
(一) 好与不好：满足多层次消费需求是关键 .....	20
1. 并非简单消费升级或降级，满足多层次消费需求是关键 .....	20
2. 平台化运营致监督能力有限，打假或提升运营成本 .....	20
(二) 盈利能力：正常发展下拼多多有望实现盈利 .....	21
(三) 电商格局：短期看主流电商对标产品对拼多多冲击或有限，长期看成为电商第三极仍将面临激烈竞争 .....	22
1. 背靠微信，拼多多 GMV 有望持续较快提升 .....	22
2. 短期看，阿里京东对标产品冲击或有限 .....	23
3. 长期看，走向电商第三极的路上仍将面临激烈竞争 .....	24
(四) 目前估值：拼多多目前股价较为合理 .....	25
四、风险提示 .....	25

## 图表目录

图 1：拼多多“拼团”购物流程示意图 .....	6
图 2：拼多多连接小商家和低线城市用户示意图 .....	6
图 3：京东手机淘宝和拼多多的用户构成 .....	7
图 4：主要电商平台的用户年龄构成 .....	7
图 5：2018 年 4 月拼多多不同品类销售额占比估计 .....	8
图 6：拼多多主要商品的价格区间 .....	8
图 7：拼多多 2016 年-2018Q1 收入和净利润 .....	8
图 8：拼多多的营业收入构成 .....	8
图 9：拼多多近十二月活跃用户和近十二月 GMV 快速增长 .....	9
图 10：阿里京东拼多多活跃用户人数 .....	9
图 11：部分电商截止 2018Q1 的近十二月商品交易总额对比 .....	9
图 12：卸载手机淘宝 APP 后的用户流向 .....	10

图 13: 卸载拼多多 APP 后的用户流向 .....	10
图 14: 阿里京东近 12 月客均 GMV 估计 .....	11
图 15: 拼多多在供应链效率的提升 .....	12
图 16: 拼多多在营销效率的提升 .....	12
图 17: 拼多多在造纸产业链中完成供应链提升后的降价 .....	12
图 18: 同一款纸品天猫和拼多多定价差异较大 .....	13
图 19: 拼多多上某款纸巾的净利率仍可以达到 3% .....	13
图 20: 我国生鲜产品市场份额及其预测 .....	13
图 21: 我国生鲜电商市场份额及其渗透率 .....	13
图 22: 我国连锁零售企业门店数量情况 .....	14
图 23: 我国连锁零售企业商品零售额情况 .....	14
图 24: 我国 26 种快速消费品整体及线下销量增速 .....	15
图 25: 我国杂货店销售额及其增速情况 .....	15
图 26: 2018 年 4 月拼多多不同品类销售额占比估计 .....	15
图 27: 拼多多上清理多年库存的电子产品 .....	16
图 28: 拼多多低价的部分因素 .....	16
图 29: 我国一至四线城市人口统计 .....	16
图 30: 一至五线城市社会消费品零售统计 .....	16
图 31: 我国各线城市及农村年度人均可支配收入统计 .....	17
图 32: 我国各线城市电商渠道渗透率 .....	17
图 33: 移动消费人群中二线城市及以下用户占比提升 .....	17
图 34: 拼多多与京东的用户人群所在城市级别对比 .....	18
图 35: 典型综合电商平台消费者月收入情况 .....	18
图 36: 拼多多 IPO 前融资历程 .....	18
图 37: 拼多多 IPO 后的持股及投票权比例 .....	18
图 38: 微信 APP 月度活跃用户数量示意图 .....	19
图 39: 拼多多月均活跃用户数量 .....	19
图 40: 2018 年 618 大促拼多多用户来源及去向统计 .....	19
图 41: 拼多多部分疑似仿冒品牌商品 .....	21
图 42: 拼多多投诉率维持较高水平 .....	21
图 43: 阿里集团平台主动拦截商品量 .....	21
图 44: 2016 年天猫平台品质自检抽查情况 .....	21
图 45: 拼多多净利润及其增长 .....	22
图 46: 阿里与拼多多的货币化率 .....	22
图 47: 淘宝与拼多多的销售及营销费用占 GMV 情况 .....	22
图 48: 阿里京东拼多多近十二月活跃用户人数 .....	23
图 49: 拼多多近一年获客成本逐步增长 .....	23
图 50: 阿里京东拼多多近十二月客均 GMV (元/人) .....	23
图 51: 部分电商截止 2018Q1 的近十二月商品交易总额对比 .....	23
图 52: 拼多多 VS 淘宝特价版在微信拼单分享区别 .....	24
图 53: 拼多多 VS 淘宝特价版在抽纸规模上对比 .....	24
图 54: 支付宝月均活跃用户数量 .....	24
图 55: 2017 年三季度我国第三方互联网支付市场结构 .....	24
表 1: 淘宝网价格排序流量向品牌化品质化引导 .....	10

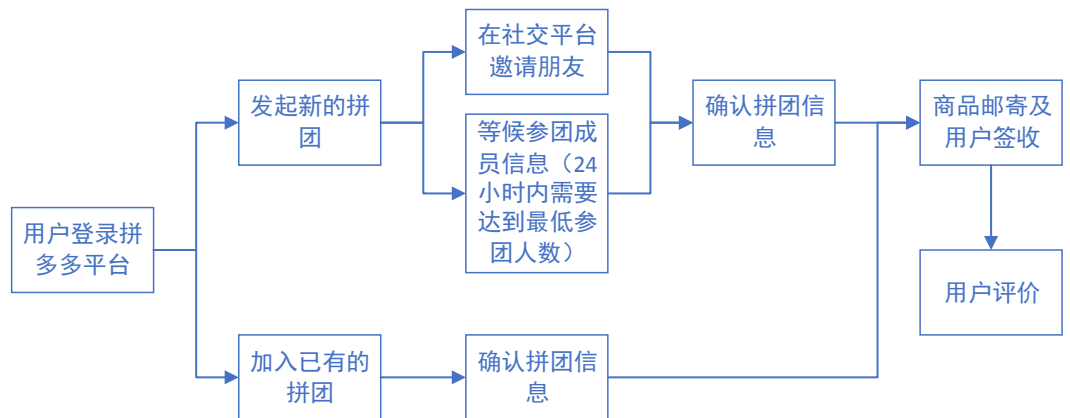
表 2: 拼多多部分产品价格与淘宝天猫京东的对比 (相同商品) .....	11
表 3: 拼多多与京东自营部分水果价格比较 (非同质商品) .....	14
表 4: 拼多多部分盈利预测结果 .....	25

## 一、拼多多业务简介

### （一）业务模式：“拼团+低价”，满足中小卖家流量需求及消费者价格需求

拼多多业务模式分为“单独购买”和“拼团购买”两种模式，相比于拼团模式，单独购买可享受更快送到，但大多数人选择价格更低的拼团模式，最少两人即可完成拼团。

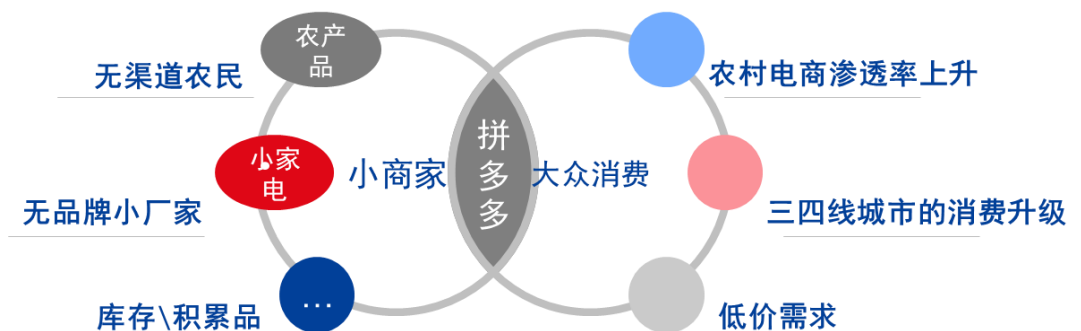
图 1：拼多多“拼团”购物流程示意图



资料来源：华金证券研究所整理

拼多多连接了无渠道的农产品，和无品牌的小厂家，搭上农村电商渗透率提升一级三四线城市消费升级的快车，并成为库存积累品的销售渠道，满足消费者的低价需求。

图 2：拼多多连接小商家和低线城市用户示意图



资料来源：华金证券研究所

### 1. B 端满足中小卖家的流量需求

**商家：**商家注册并通过之后，在开始销售商品前需要交付押金以保证商家遵守平台的政策和规定，押金数量由商家品类决定。

**拼多多的质控：**商品在平台发售前，拼多多用人工检测系统确保商品质量等问题，一旦发现商家违背平台规则，将向用户发放代金券作为补偿。目前拼多多建立 1.5 亿元消费者权益保障金，提振消费者信心。除此之外，平台随机测试购买商品，以检查商品描述与实物是否符合。

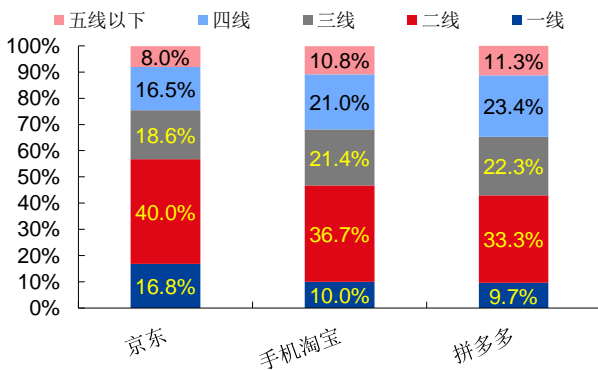
**低价策略：**重构人、货、场的关系，压缩渠道成本，降低产品成本。渠道成本与产品成本的双降带来低价。

**市场定位：**拼多多的用户大部分生活在四五线城市，没有边界，用户的城市分配比例与淘宝、唯品会相近。

## 2.C 端低价购买+流量低成本传播

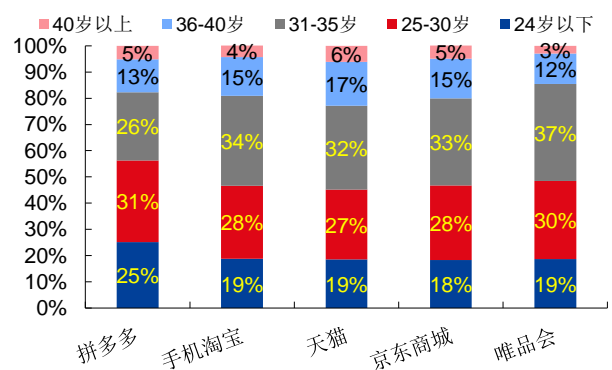
**购买人群：**平台用户主要来自于已有用户的口口相传以及公司的广告营销。已有用户可通过微信、QQ 等社交软件向朋友推荐，也可通过微信小程序登陆平台购买商品。用户从哪种渠道购买拼多多平台的商品并不影响公司的收益。拼多多的渠道更加下沉，二三四五线客户占比达到 92%+；从年龄看，拼多多的用户更加年轻化。

图 3：京东手机淘宝和拼多多的用户构成



资料来源：易观千帆，华金证券研究所

图 4：主要电商平台的用户年龄构成

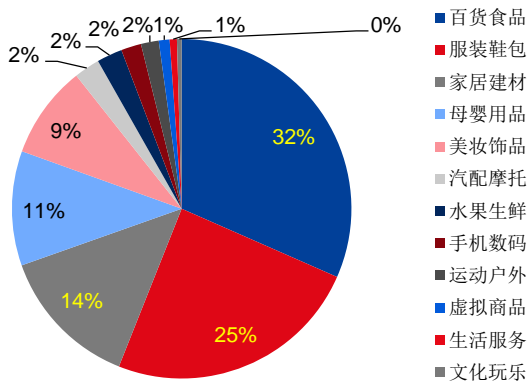


资料来源：艾瑞咨询，华金证券研究所

## （二）经营简介：拼多多产品构成类似于淘宝，目前仍然亏损

**拼多多的销售产品构成与淘宝类似。**第三方爬虫数据显示，2018 年 4 月份，拼多多百货食品服装鞋包占比超一半。另外家居建材和母婴也是占比较大的品类。另外，拼多多以低价取胜，十元二十元商品较多。

图 5：2018 年 4 月拼多多不同品类销售额占比估计



资料来源：新浪网，华金证券研究所

注：该数据仅为爬虫结果估计，或有误差或错误

图 6：拼多多主要商品的价格区间



资料来源：拼多多，华金证券研究所

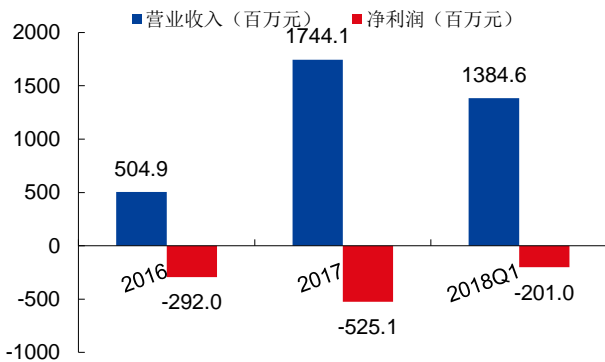
**目前收入全部来源于在线网络服务：**

**收入：**由 2016 年的 5.05 亿元增长至 2017 年 17.44 亿元，2018 年第一季度总收入同比增长 36 倍达到 13.85 亿元。

**净利润：**2016 年净亏损达 2.92 亿元，2017 年净亏损为 5.25 亿元，2018 年第一季度净亏损 2.02 亿元。

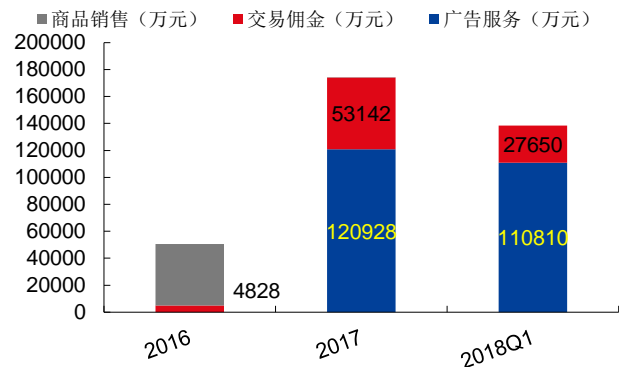
**收入构成：**全部来源于平台服务费。其中交易佣金约为交易额的 0.4%，其余为广告服务费用。

图 7：拼多多 2016 年-2018Q1 收入和净利润



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 8：拼多多的营业收入构成

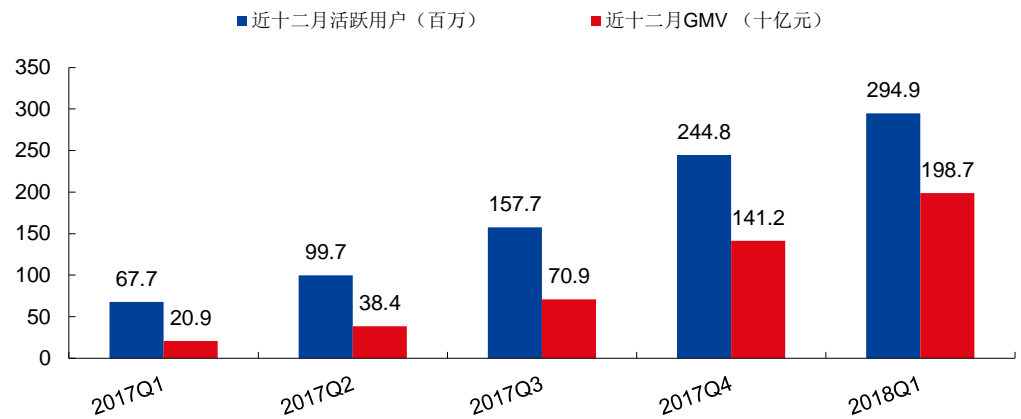


资料来源：Wind，华金证券研究所

**(三) 市场地位：规模快速扩张，逐步成为较重要竞争者**

拼多多 GMV、用户数量等指标均快速提升。2017 年 GMV1412 亿，移动端总订单量 43 亿；截止 2018 年 Q1 的近十二月 GMV1987 亿，截止 2018 年 Q2 的近十二月订单总量达 75 亿。APP 月均活跃用户从 2017 年 Q4 的 2.44 亿人增长至 2018 年 Q1 的 2.95 亿人。截止至 2018 年 3 月，平台有超过一百万商家。

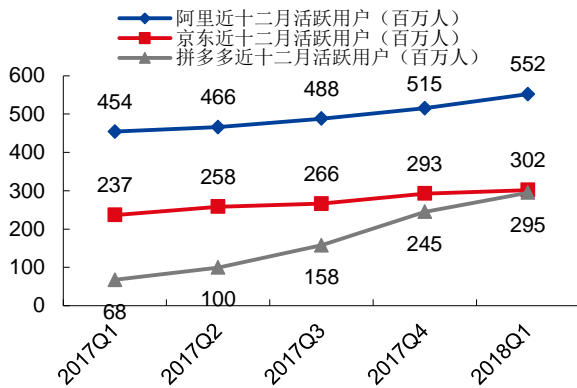
图 9：拼多多近十二月活跃用户和近十二月 GMV 快速增长



资料来源：招股说明书，华金证券研究所

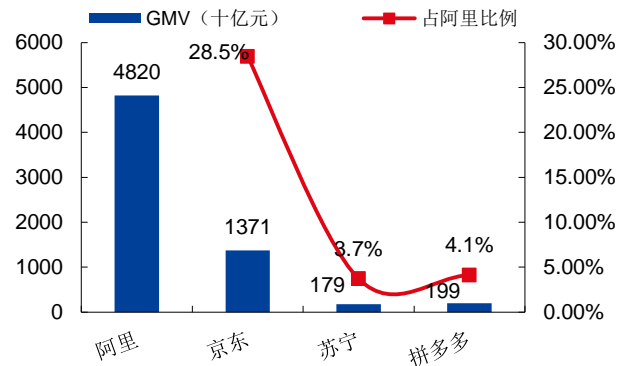
截止 2018 年一季度，拼多多已成为电商平台的较重要竞争者。年度活跃用户数量接近京东：截止 2018Q1，拼多多近十二月活跃用户数量大 2.95 亿人，已接近京东年度活跃用户的 3.02 亿人，并约占阿里平台年度活跃用户 5.52 亿人的 53%。商品交易总额约为阿里平台的 4.1%：截止 2018Q1 的四个季度，阿里、京东、苏宁、拼多多分别实现 GMV 约 4.82 万亿元、1.37 万亿元、1790 亿元、1990 亿元。拼多多 GMV 占阿里 GMV 约 4.1%，占京东 GMV 约 14.5%。拼多多已经成为电商平台的较重要竞争者。

图 10：阿里京东拼多多活跃用户人数



资料来源：各公司公告，华金证券研究所

图 11：部分电商截止 2018Q1 的近十二月商品交易总额对比



资料来源：各公司公告，华金证券研究所

## 二、公司特点

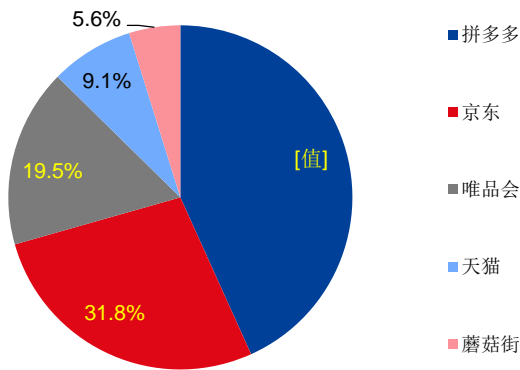
### (一) 产品端：供应链提效带来低价，低价推动拼多多高速增长

#### 1. 拼多多整体定位较低，与品质化前的淘宝类似

在产品端，拼多多整体定位较低，平台上有许多无品牌产品，为消费者提供低价商品。这种定位，与淘宝平台在品质化品牌化之前非常类似。

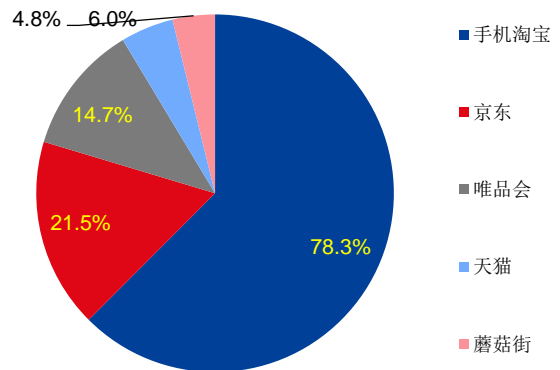
而就平台的替代性而言，卸载手机淘宝 APP 后有 50.3% 的用户流向了拼多多，而卸载了拼多多 APP 后有 78.3% 的用户流向了手机淘宝。手机淘宝与拼多多呈现较为明显的替代关系。

图 12: 卸载手机淘宝 APP 后的用户流向



资料来源: QuestMobile, 华金证券研究所

图 13: 卸载拼多多 APP 后的用户流向



资料来源: QuestMobile, 华金证券研究所

近年来，阿里由于扣点等收入模式激励，以及消费升级趋势推动，逐步进行品牌化。期间，淘宝流量明显向天猫引导，价格由低到高排序有时不能够获得实际价格由低到高的结果，而是得到品质化品牌化后的结果，价格较真实的低价商品明显更高。

向品质化品牌化导流的结果，便是在电商用户增长放缓的同时，阿里平台平均客单价有所上行，客户平均 GMV 逐步提升，推动其 GMV 稳步增长。特别是截止 2017 年一季度的 12 个月，阿里平台客均 GMV 提升 13.5%，品牌化趋势明显。

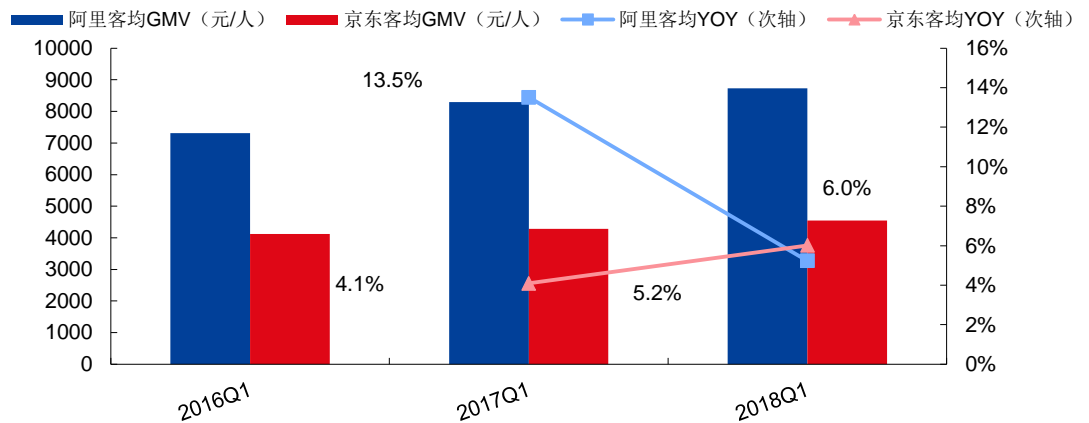
阿里京东的品质化升级，留出了低价区的供给缺口，为拼多多的快速扩张提供契机。

表 1: 淘宝网价格排序流量向品牌化品质化引导

搜索商品	排序方式	商品品牌	单件商品价格
商务衬衫男	价格由低到高	海澜之家	158
		欧杰邦	158
		欧杰邦	158
		莫畏	158
	价格<100, 综合排序	非凡领袖	79
		西普岸	59
保温杯	价格由低到高	奥优库	49.9
		驰百图	49.5
		苏泊尔	89
	价格<40, 综合排序	OPUS	89
		富光	89
		哈尔斯	89
		金旺	24.9
		富光	38
		象太郎	32
		保康	39.9

资料来源: 淘宝网, 2018 年 7 月 25 日, 华金证券研究所

图 14: 阿里京东近 12 月客均 GMV 估计



资料来源: 阿里京东公告计算, 华金证券研究所整理

拼多多在拼单模式中也提供了较淘宝天猫、京东平台更低的价格。据我们统计, 在普通产品中, 拼多多拼单价较淘宝天猫京东同款商品均价低约 15%, 而对品牌清仓商品则低约 30%, 整体则低了 23%。但拼多多单买价格相对较高, 品牌清仓商品单买价甚至较淘宝京东高 70%, 拼单才能够实现较高性价比。同时该结果难以考虑淘宝天猫与京东的各项促销活动, 阿里平台与京东平台的到手价或低于标价。更低的价格是持续推动拼多多实现 GMV 高速增长的产品端原因。

表 2: 拼多多部分产品价格与淘宝天猫京东的对比 (相同商品)

商品名称及型号	商品类型	单买价 (元)	拼单价 (元)	淘宝天猫价 (元)	京东价 (元)	单买价格占主流均价	拼单价格占主流均价
海飞丝洗发露 750ml	普通	52	46.8	55.8	55.8	93.19%	83.87%
蒙牛纯牛奶 250ml*24	普通	58.9	57.9	58	59.9	99.92%	98.22%
哆呵 80 抽婴儿湿巾纸 5 包	普通	16.9	15.9	21.9	28.9	66.54%	62.60%
三只松鼠芒果干 116g*3	普通	35.9	26.8	21.9	21.9	163.93%	122.37%
那加雪飞双层玻璃杯新款 330ml	普通	25.9	18.9	24.9	39	81.06%	59.15%
蒙牛特仑苏 250ml*12 包	品牌清仓	59.9	48.9	61.2	65	94.93%	77.50%
卡帝乐鳄鱼男休闲夏裤	品牌清仓	50.9	19	29.9	无	170.23%	63.55%
北极绒真皮手拿包	品牌清仓	40	19.9	29.85	无	134.00%	66.67%
志高迷你电风扇 C6-2	品牌清仓	24.9	21.9	26.9	29.9	87.68%	77.11%
苏兴不锈钢盆三件套 17cm19cm21cm	品牌清仓	39.9	7.9	9.9	无	403.03%	79.80%
觉先生加厚床上四件套 1.2 米款	品牌清仓	99	39.9	49.9	89	142.55%	57.45%
合计	普通					100.93%	85.24%
	品牌清仓					172.07%	70.34%
	全部					139.73%	77.12%

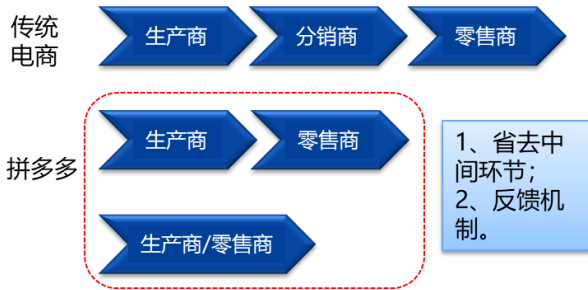
资料来源: 拼多多 APP, 淘宝、京东, 2018 年 7 月 25 日, 华金证券研究所

## 2. 低价源于供应链、营销提效, 以量取胜预计可持续

具体来看, 拼多多的低价源于供应链效率、营销效率的提升。其中, 供应链效的提升源于订单足够大, 反馈上游生产商做到规模化生产, 降低生产成本和运输成本。营销效率的提升源于洗脑式的广告词“拼多多, 拼多多, 拼的多, 省的多”(类似脑白金); 微信社交的病毒式营销: 相

比传统电商，拼多多实行去中心化的购物模式，由“货→个人→多人”，对平台而言获客成本低；对消费者而言，参与体验感强。

图 15: 拼多多在供应链效率的提升



资料来源：华金证券研究所整理

图 16: 拼多多在营销效率的提升

洗脑式营销

- 拼多多，拼多多，拼的多，省的多

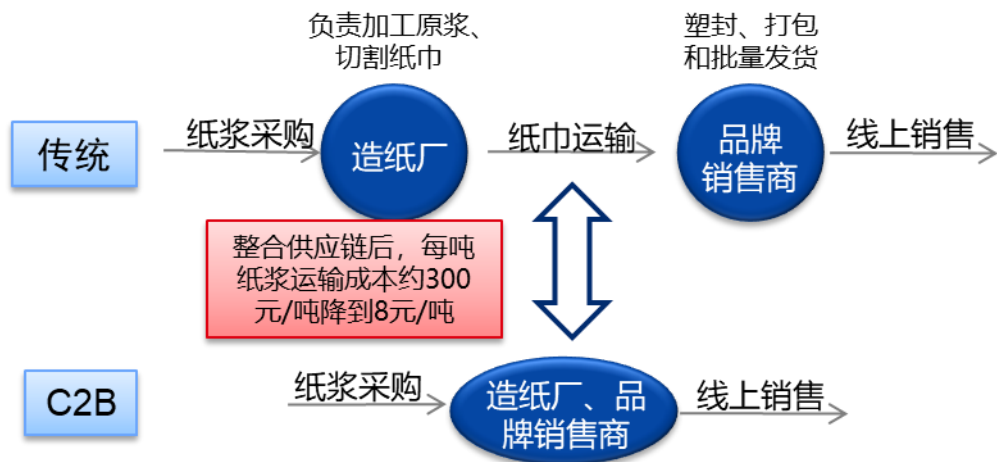
微信病毒式营销

- 去中心化的购物模式，人人都是发起者、参与者

资料来源：华金证券研究所整理

供应链效率提升后，带来成本端、运费端的下降，让利给消费者，以量取胜。以拼多多某款纸巾为例，经过供应链优化，每吨纸浆运输成本可降低至 8 元/吨；另外通过大规模订单，反馈到生产端，做到计划性生产；而且运费可谈（每单可压缩至 3.5 元）；拼多多上 29.9 元/28 包抽纸，品牌商仍能赚取 0.9 元/单。

图 17: 拼多多在造纸产业链中完成供应链提升后的降价



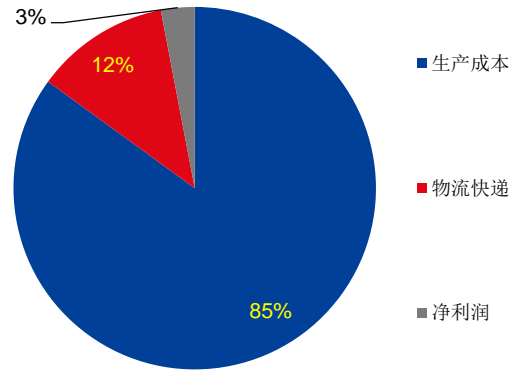
资料来源：华金证券研究所整理

图 18：同一款纸品天猫和拼多多定价差异较大



资料来源：天猫，拼多多APP，华金证券研究所

图 19：拼多多上某款纸巾的净利率仍可以达到 3%



资料来源：界面新闻，华金证券研究所

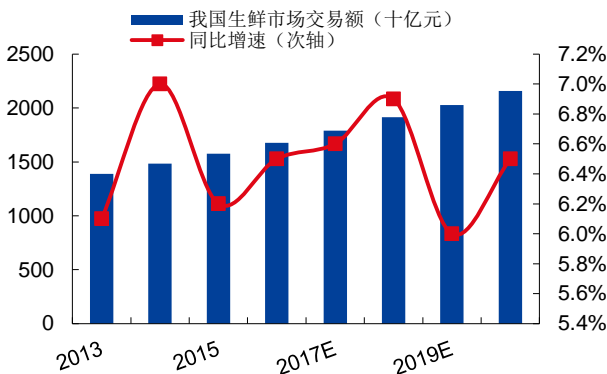
## （二）供给端：电商渠道提升农产品销售效率，解决过剩产能及杂货库存

### 1. 拼多多抓住农产品等生鲜电商渗透发展机遇

拼多多 2016 年战略合并的拼好货是拼购低价水果的平台，因此，高频消费的水果也在拼多多平台中占据较重要地位。

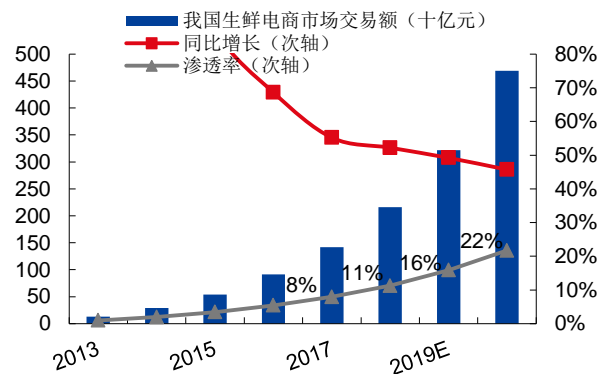
由于农产品难以标准化、产品质量参差不齐，以及生鲜类运输易损坏、运输效率难以保障产品质量，我国生鲜类电商渗透率仍然较低，但目前渗透率逐步提升。据易观资讯，2017 年我国生鲜市场交易额约为 1.79 万亿元，同比增长 6.6%。而生鲜电商交易额约为 1418 亿元，同比增长 55%。2017 年生鲜电商渗透率较低，约为 8%，并有望与 2020 年达 22%左右。

图 20：我国生鲜产品市场份额及其预测



资料来源：易观，华金证券研究所

图 21：我国生鲜电商市场份额及其渗透率



资料来源：易观，华金证券研究所

拼多多生鲜损坏率已有改善，坏果包赔提振消费者信心。在对生鲜市场渗透的初期，由于定位低价以及平台化运营，拼多多水果难以运用冷链运输，损耗率较高。而目前来看，拼多多部分商家采用坏果包赔方式，提振消费者信心。同时一般发货为 7、8 成熟商品，减少因非冷链物流

带来的损耗。相较于京东自营，拼多多平台水果价格较低，对部分商品的统计发现平均价格低约48%。较低的价格使拼多多水果更有竞争力，并使消费者对损耗率有更高的容忍度。

电商销售水果，打破了生鲜购买地域限制，并可减少中间经销环节，能够为消费者带来更高的性价比，同时为生鲜供应商提供更好的销售环境，形成需求与供给的双赢。2018年拼多多将继续加大对“拼农货”的流量扶持，有望从生鲜电商市场规模快速扩张中持续受益。

表 3：拼多多与京东自营部分水果价格比较（非同质商品）

	拼多多拼单价 (元)	京东自营价 (元)	拼多多价占 京东价的比例
芒果 (1kg)	9.9	16.5	60.2%
火龙果 (2.5kg)	24.9	59.8	41.6%
红富士 (5kg)	24.9	61.3	40.6%
柠檬 (2.5kg)	25.9	51.8	50.0%
皇冠梨 (2.5kg)	12.5	24.9	50.3%
夏橙 (1.5kg)	11.9	17.9	66.3%
平均价格占比			51.5%

资料来源：拼多多，京东，2018年7月27日，华金证券研究所

注：水果商品无法保证同质，且两平台定位有差异。价格仅按照重量换算。

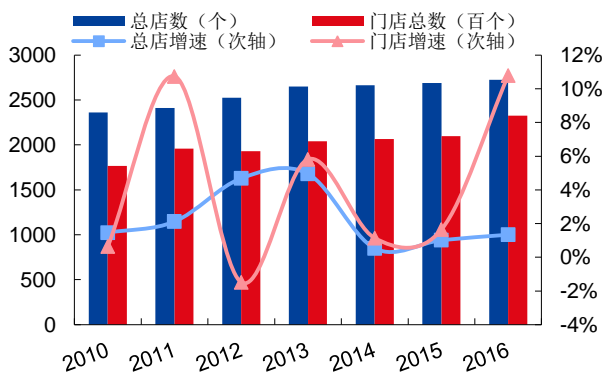
## 2. 拼多多解决电商冲击下的过剩产能及杂货库存

随着我国电商渠道零售额快速提升与渠道下沉，我国线下实体店受到较大冲击。

虽然我国连锁零售企业门店数量仍持续增长，但店均销售额已逐步下滑。据中国统计年鉴，2014年至2016年，连锁零售企业门店增速分别为1.14%、1.65%、10.79%。同期商品销售额增速呈现减少趋势，使店均零售额变动分别为-2.86%、-6.73%、-8.40%。

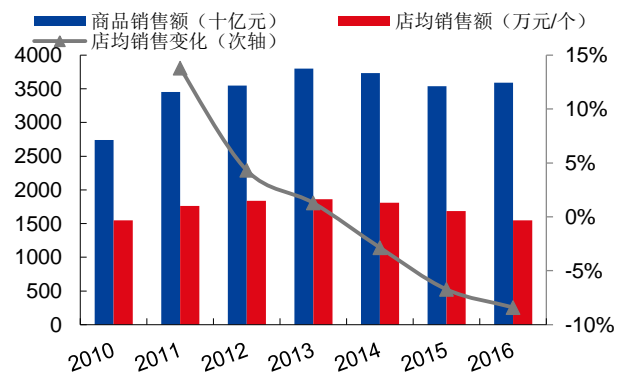
同时，贝恩凯度数据显示，我国26种快速消费品2014年至2017年的销量持续缓慢下行，整体消费品市场需求有所减小。

图 22：我国连锁零售企业门店数量情况



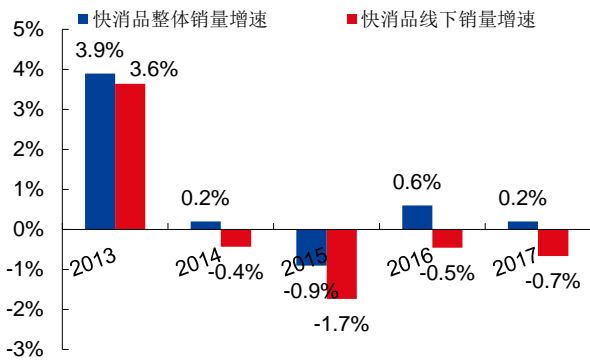
资料来源：中国统计年鉴（2017），华金证券研究所

图 23：我国连锁零售企业商品零售额情况



资料来源：中国统计年鉴（2017），华金证券研究所

图 24：我国 26 种快速消费品整体及线下销量增速

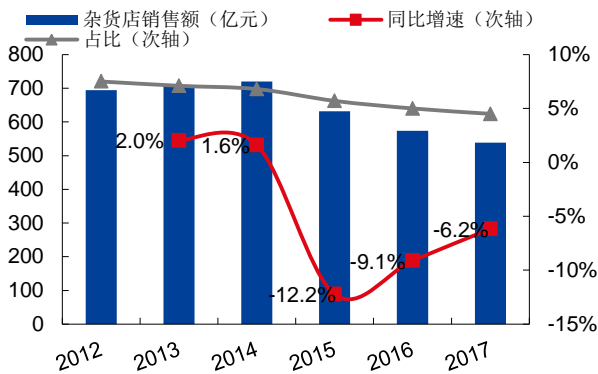


资料来源：贝恩&凯度，华金证券研究所

作为线下渠道小店典型的杂货店受电商冲击较大，且难以享受行业集中度提升的趋势。2015 年至今，杂货店销售额逐步下行，我国低端零售渠道末端分支步履维艰。电商冲击下，我国杂货店销售额由 2014 年的 719.6 亿元将至 2017 年的 538.6 亿元，减少约 25%。

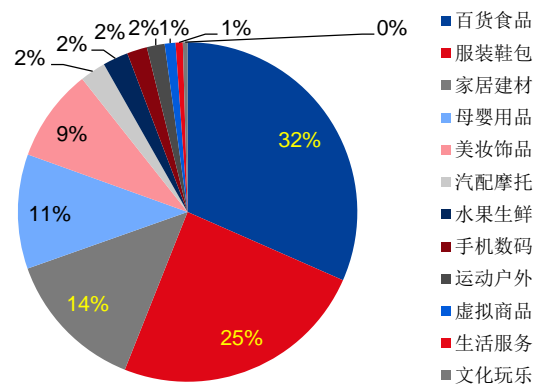
杂货店议价能力较低，产品滞销使库存清理成为难题。而据新浪网个人博客称，爬虫数据估计，拼多多上百货食品占据大约 32% 的交易额，是最重要的品类，其次便是服装鞋包、家居建材，这些品类与杂货店的品类相吻合。因此，我们认为，拼多多渠道较淘宝、天猫更低的商家入驻门槛，为杂货店等小型零售店去库存提供便利，对平台成交额形成有效支撑。

图 25：我国杂货店销售额及其增速情况



资料来源：贝恩&凯度，华金证券研究所

图 26：2018 年 4 月拼多多不同品类销售额占比估计



资料来源：新浪网，华金证券研究所

注：该数据仅为爬虫结果估计，或有误差或错误。

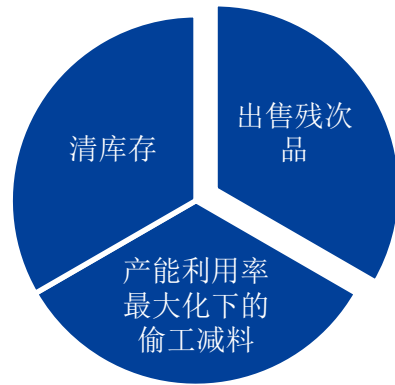
从供给端来看，清库存推动拼多多 GMV 的增长，清理库存也是拼多多低价的来源之一。比如在拼多多上有不少滞销多年的电子产品、过季服装等，通过低价清理库存可以实现部分回款。其次，拼多多上也可能存在边角料加工成品，生产过程中的边角料加工成商品出售，没有原料成本，只有人工成本，折扣价卖仍有利可图。最后，由于商家入驻门槛较低，拼多多平台上也可能存在不合格品，比如存在质量问题的衣服、快要过期水果等。

图 27：拼多多上清理多年库存的电子产品



资料来源：拼多多，华金证券研究所

图 28：拼多多低价的部分因素



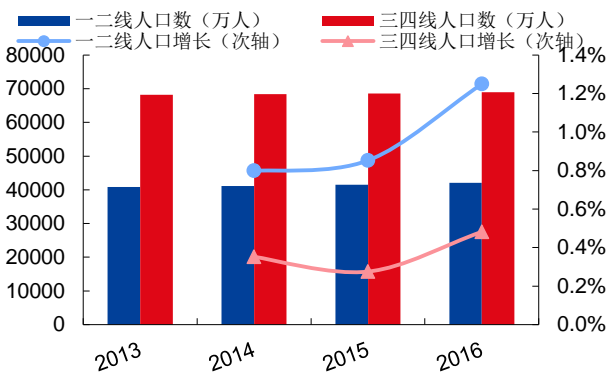
资料来源：华金证券研究所整理

### （三）需求端：切分中低端市场及农村市场，三线及以下空间广阔

需求方面，低线城市市场广阔。2016 年，我国三四线城市人口拥有人口约 6.9 亿人，是一二线城市的 1.64 倍。广阔的人口基数为低线城市市场份额铺就基础。2016 年，三线及其一下城市社会消费品零售占比合计达 48%，低线城市市场仍然广阔。

同时低线城市人均收入较低，对低价商品需求旺盛。2016 年，新一线至五线城市人均收入占一线城市人均收入比例分别约 78%、72%、59%、50%、49%。

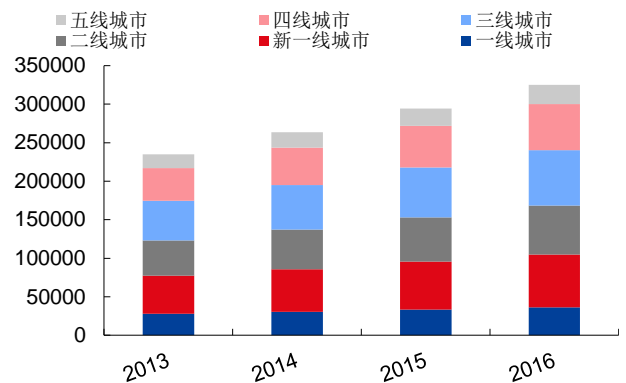
图 29：我国一至四线城市人口统计



资料来源：Wind，《第一财经周刊》，华金证券研究所

注：由于常住人口与户籍人口有部分差异，或有少量误差

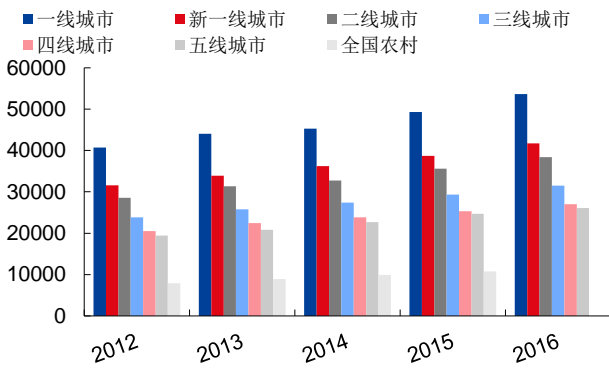
图 30：一至五线城市社会消费品零售统计



资料来源：Wind，《第一财经周刊》，华金证券研究所

注：部分四五线城市数据缺失，只能剔除

图 31: 我国各线城市及农村年度人均可支配收入统计

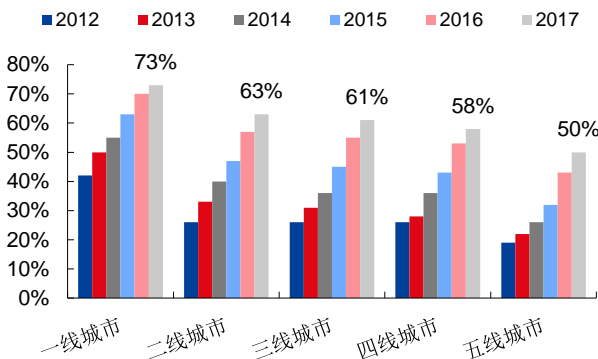


资料来源: Wind, 《第一财经周刊》, 华金证券研究所

注: 部分四五线城市数据缺失, 只能剔除

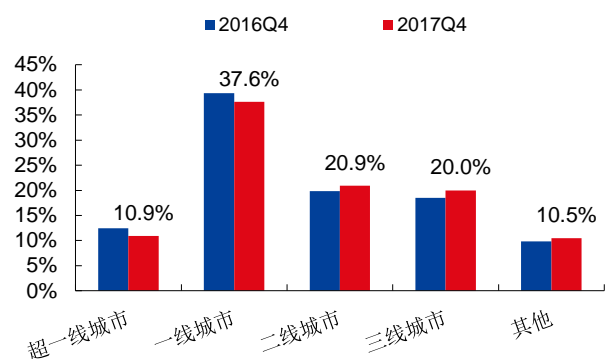
近年来, 伴随着居民收入的不断提升、物流成本的逐步下降, 我国电商渗透由高线城市向低线城市蔓延。目前来看, 一线城市电商渗透率依然最高, 但增速已然较低, 电商渠道下沉低线城市成为该渠道用户数量的核心增量。据贝恩凯度, 2017 年一至五线城市的电商渗透率分别为 73%、63%、61%、58%、50%, 低线城市渗透率仍有提升空间。2012 至 2017 年, 一至五线城市的电商渗透率年复合增速分别为 12%、19%、18%、17%、21%, 低线城市增速明显更快。低线城市提供电商渠道用户增量, 使移动消费人群中, 二线城市及以下用户占比提升。据易观, 2017 年末, 二线及其以下城市用户在移动消费人群中的占比较 2016 年末提升 3.16pct 至 51.8%。

图 32: 我国各线城市电商渠道渗透率



资料来源: 贝恩&凯度, 华金证券研究所

图 33: 移动消费人群中二线城市及以下用户占比提升

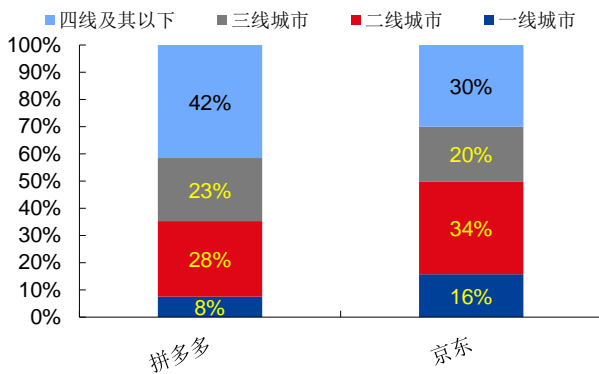


资料来源: 易观, 华金证券研究所

拼多多定位高性价比, 契合三四线及以下消费者收入水平, 再加上电商渠道下沉, 拼多多低线城市用户占比更多。据极光大数据, 拼多多三四线及以下消费者占比约 65%, 明显较京东的 50% 更高。而三四线人群的较低收入, 叠加拼多多的高性价比定价, 使拼多多用户人群较典型综合电商月收入更低。

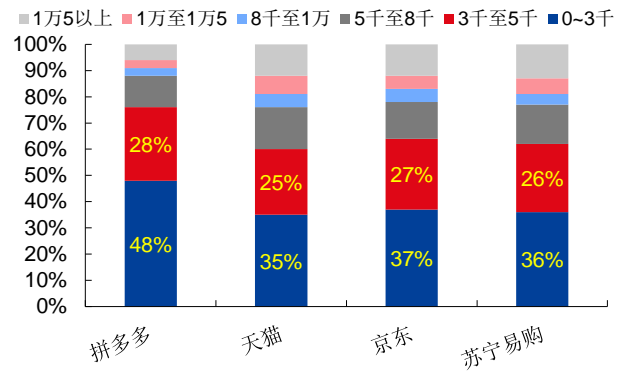
据科大讯飞旗下讯飞广告平台报告, 拼多多用户中, 月收入小于 3 千元的占比约 48%, 远高于定位品质化品牌化的天猫京东平台的 35%。同时, 拼多多月收入超过 5 千元的用户占比约 24%, 低于天猫的 40%、京东的 36%、苏宁易购的 38%。定位性价比使得拼多多商品品类多为衣帽百货, 高附加值产品占比较少。

图 34：拼多多与京东的用户人群所在城市级别对比



资料来源：极光大数据，华金证券研究所

图 35：典型综合电商平台消费者月收入情况

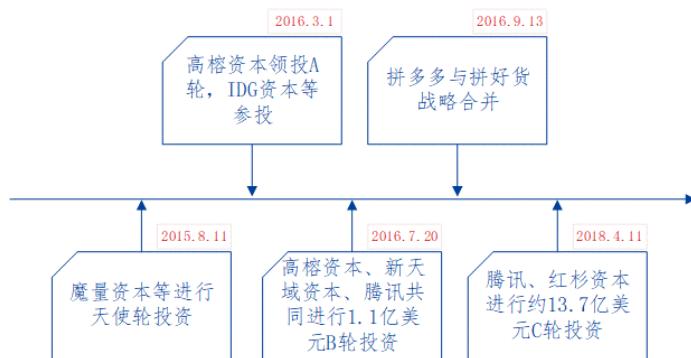


资料来源：科大讯飞，华金证券研究所

#### （四）渠道：腾讯参投带来微信用户群，拼多多在微信上不断引流

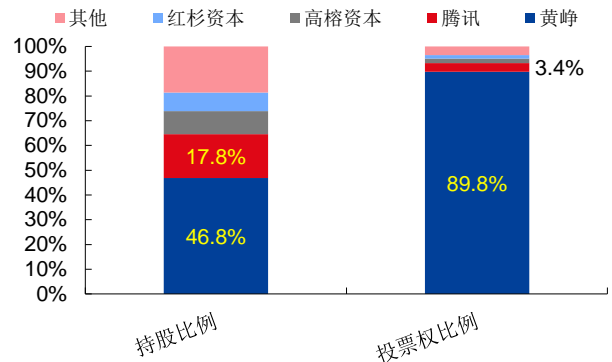
具有社交属性的电商拼多多，在 GMV 不断提升的过程中受到腾讯认可。2016 年 7 月，拼多多获得腾讯产业投资基金参投的 1.1 亿美元 B 轮融资。2018 年 4 月，腾讯与红杉资本对拼多多进行了约 13.7 亿美元的 C 轮投资。拼多多 IPO 前，腾讯持股比例为 18.50%。2018 年 7 月 26 日，拼多多 8560 万份美国存托股票上市交易，腾讯增持 789.47 万份 ADS。目前腾讯持有拼多多股份约 17.8%，投票权比例为 3.4%。腾讯的参投，使拼多多在微信上的社交引流进入良性发展轨道，并背靠庞大的微信用户群，持续进行快速扩张。

图 36：拼多多 IPO 前融资历程



资料来源：企查查，天眼查，虎嗅网，华金证券研究所

图 37：拼多多 IPO 后的持股及投票权比例

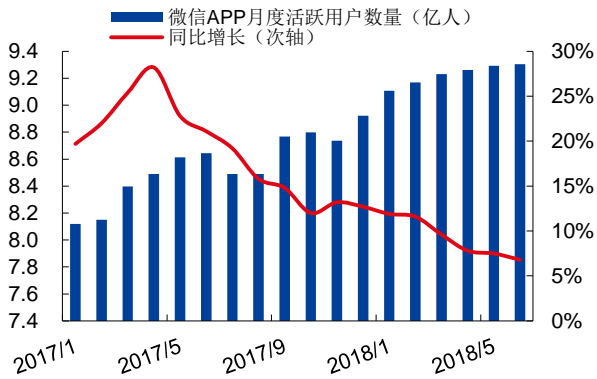


资料来源：公司公告，华金证券研究所

背靠腾讯庞大的用户数量庞大，比如微信，拼多多获得了广阔发展空间。2017 年，微信用户群持续下沉，用户数量同比增长超 10%。2018 年 6 月，微信用户数量已达 9.3 亿人，占我国人口比例约 65%。不过，微信用户数量增速呈逐步下降趋势，微信渗透率逐渐饱和。

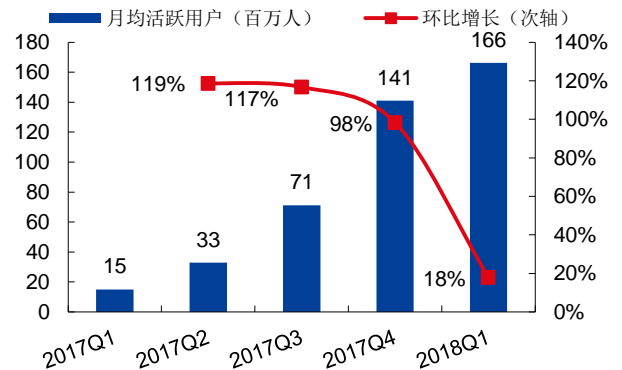
微信的支持使拼多多月均活跃用户快速增长，并于 2018 年一季度达 1.66 亿人。2018 年一季度，拼多多月活跃用户数量环比增速较 2017 年四季度明显下滑。但该增速为季度环比增速，若进行年化则为 71.5%，拼多多用户数量仍然较快增长。

图 38：微信 APP 月度活跃用户数量示意图



资料来源：QuestMobile，华金证券研究所

图 39：拼多多月均活跃用户数量

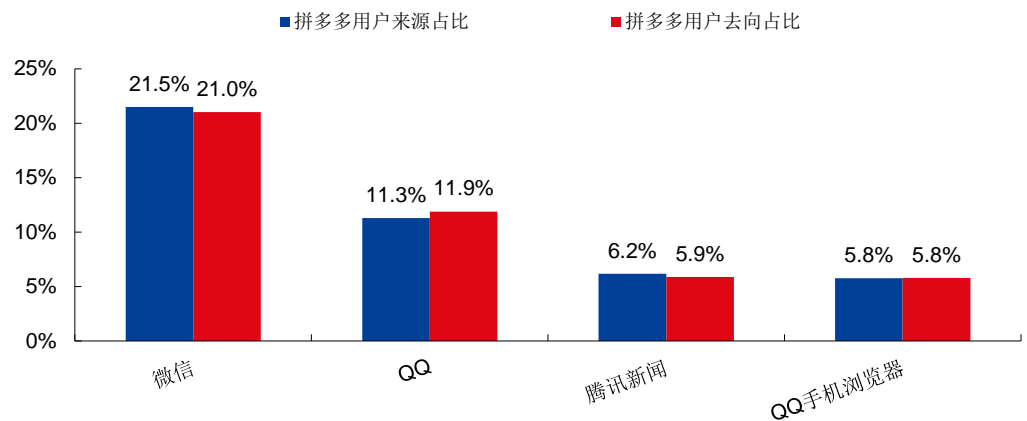


资料来源：招股说明书，华金证券研究所

具体引流效果来看，在 2018 年 6 月 18 日的大型促销中，拼多多有近 45% 的用户来源于腾讯生态圈，腾讯对拼多多的导流效果明显。艾瑞数据显示，618 期间拼多多用户来源中，微信、QQ、腾讯新闻、QQ 手机浏览器占比分别为 21.5%、11.3%、6.2%、5.8%。而跳转到微信、QQ、腾讯新闻、QQ 手机浏览器的占比为 21%、11.9%、5.9%、5.8%。如果消费者从某一软件跳至拼多多，又重新跳回该软件，则可认为是该软件在向拼多多引流。因此，微信、QQ、腾讯新闻、QQ 手机浏览器向拼多多引流的用户分别约占拼多多的 21%、11.3%、5.9%、5.8%。拼多多有近 45% 的用户来源于腾讯生态圈的引流。

另据 QuestMobile，随着拼多多 APP 的逐步成熟，拼多多已逐步将微信小程序用户向 APP 导流，目前小程序日活仅为 APP 的 5%。

图 40：2018 年 618 大促拼多多用户来源及去向统计



资料来源：艾瑞咨询，华金证券研究所

### （五）未来看点：量、价、市占率均有较大增长空间

**价：**拼多多客单价及客均消费额逐步提升，且仍有较大空间。2017 年与 2018Q1，拼多多客单价分别约为 32.8、38.9 元。活跃用户年消费额分别约为 576.9 元、673.9 元，目前仍在不断提升，阿里 2017/18 财年、京东 2017 年客均消费额分别约为 8732 元与 3107 元，拼多多客均消费额空间仍然较大。

**量：**拼多多月均活跃用户为微信用户群的 17.8%，拼团模式使拼多多用户量、店铺数量仍有提升空间。2018 年 6 月，微信 APP 月活跃用户约为 9.3 亿人。2018 年一季度，拼多多月均活跃用户数量约为 1.66 亿人，占微信用户的 17.8%。2018 年拼多多商家约 100 万家，淘宝商家最多时超 900 万家。腾讯参股、微信流量变现、拼多多的社交电商模式，均使拼多多活跃用户数量、店铺数量仍有提升空间。

**市占率：**拼多多 2017 年市占率约 2%，目前 GMV 快速提升，市占率正逐步提升。据国家统计局，2017 年我国网上商品和服务零售额约为 71751 亿元，拼多多 1412 亿元市占率约 2%。拼多多 GMV 正在较快提升，2017 年、2018 一季度的近 12 月 GMV 约为分别为 1412 亿元、1987 亿元。

### 三、盈利模式与未来探讨

#### （一）好与不好：满足多层次消费需求是关键

##### 1. 并非简单消费升级或降级，满足多层次消费需求是关键

**认可拼多多的用户称：**从用户角度，追求性价比、物有所值是绝大多数人所在意的，不分阶层。从产品角度，并非都是劣质品，但与价格匹配的质量尚可做到。

**否定拼多多的用户称：**从用户角度，发货慢、购物体验差。从产品角度，质量差、不符合消费升级的大趋势。

**创始人黄峥：**消费升级不是让上海人去过巴黎人的生活，而是让安徽安庆的人有厨房纸用、有好水果吃。满足消费者的多层次需求是关键、应站在拼多多用户的角度思考其存在价值而非五环内人角度。

##### 2. 平台化运营致监督能力有限，打假或提升运营成本

**拼多多平台化运营且规模快速扩张，叠加商家入驻零门槛，拼多多监督能力有限。**目前，拼多多平台上存在类似 SHAASUIVG、起能、VDVD 等疑似仿冒品牌商品，或造成消费者混淆，或对平台声誉造成不良影响，或引起消费者协会等监管机构关注。

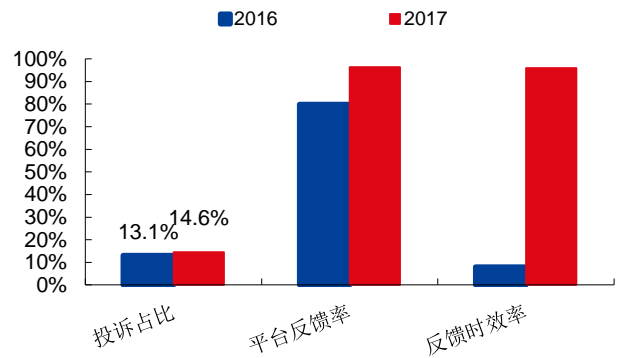
**拼多多投诉率持续较高，在低价与合格质量之间仍然需要进一步平衡。**平台化运营的电商零售平台均有较高的投诉率，2016、2017 年，拼多多投诉占比分别为 13.1%、14.6%，与 17 年阿里平台、京东平台的 16.2%、14.5% 类似。较低的入驻门槛使拼多多商家质量较难保证，或对消费者购物信心产生负面影响。

图 41: 拼多多部分疑似假冒品牌商品



资料来源: : 拼多多, 2018 年 7 月 31 日, 华金证券研究所

图 42: 拼多多投诉率维持较高水平

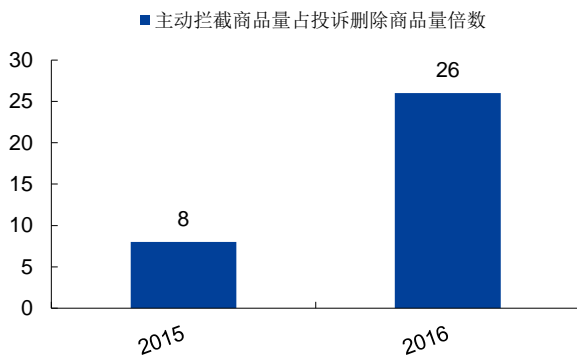


资料来源: 中国电子商务研究中心, 华金证券研究所

平台化运营使监管能力有限,阿里集团对平台打假有持续且较大的投入。2013 年至 2014 年,阿里集团在消费者保障及打假方面的投入已经超 10 亿元人民币。而到 2017 年,阿里集团有 2000 人的打假工作团队专职打假,且每年投入超过 10 亿元。阿里打假成效较为显著,但仍需要持续进行。2016 年,阿里平台主动防控能力提高,主动删除商品量是投诉删除商品量的 26 倍。而对天猫平台,平台自检抽查了 8.4 万单,品质抽查覆盖了天猫 23%的商家。

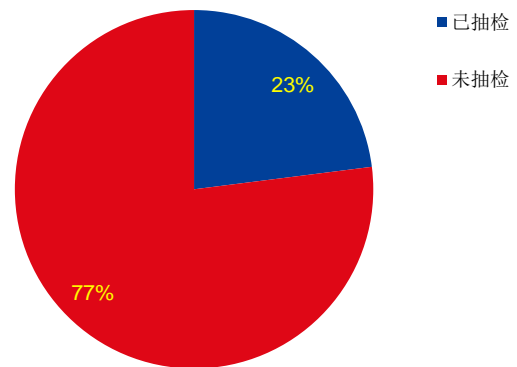
拼多多为维护自身信誉,提振消费者信心,加大打假投入力度,或提升运营成本。7 月 31 日,拼多多称,截止目前,平台下架 1070 万件问题商品,拦截 4000 万条侵权链接,主动删除商品量是权利人投诉的 125 倍。联合 400 余品牌取证打假,建立了 1.5 亿元消费者保障基金,先行垫付,闪电退款,假一赔十,奉行电商行业最严格赔付标准。

图 43: 阿里集团平台主动拦截商品量



资料来源: 2016 年阿里巴巴平台治理年报, 华金证券研究所

图 44: 2016 年天猫平台品质自检抽查情况



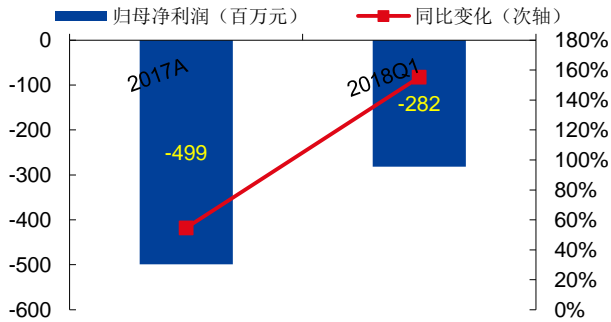
资料来源: 2016 年阿里巴巴平台治理年报, 华金证券研究所

## (二) 盈利能力: 正常发展下拼多多有望实现盈利

目前亏损源于广告宣传,预计可实现盈利。拼多多亏损的主要原因在于拼多多平台仍处于快速发展阶段,收入正在开拓,而销售及营销支出较高,亏损占 GMV 约 0.43%。拼多多货币化率约为 2.1%,低于淘宝品牌化之前的较稳定的 3.0%左右,且目前货币化率正在提升,预计能接近阿里品牌化品质化升级前的 3.0%左右。由于拼多多目前有较多广告,销售及营销费用占 GMV 约 1.8%。大量收入被用于宣传及促销,带动 GMV 上升,形成 GMV 与营销的正反馈。整体来看,随着 GMV 上

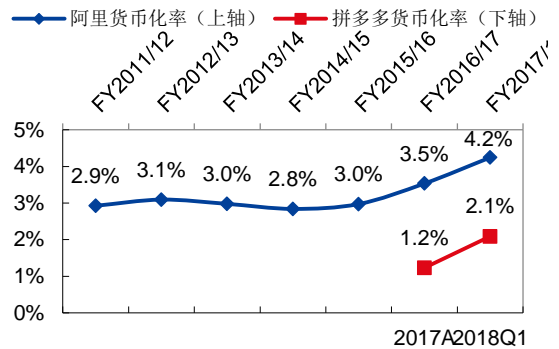
行，广告宣传的规模效应显现，消费者使用粘性提升，销售及营销费用占 GMV 有望逐步下降，从而覆盖目前的亏损，预计可实现盈利。

图 45：拼多多净利润及其增长



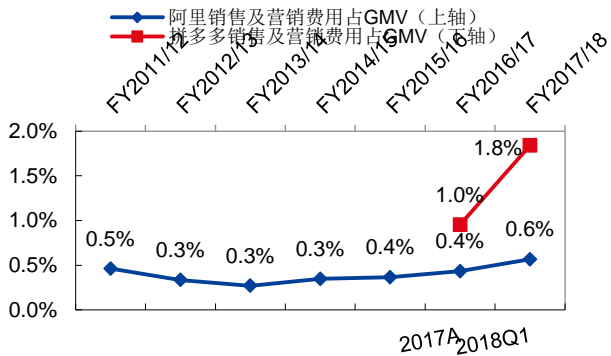
资料来源：招股说明书，华金证券研究所

图 46：阿里与拼多多的货币化率



资料来源：阿里及拼多多公告，华金证券研究所

图 47：淘宝与拼多多的销售及营销费用占 GMV 情况



资料来源：阿里及拼多多公告，华金证券研究所

### （三）电商格局：短期看主流电商对标产品对拼多多冲击或有限，长期看成为电商第三极仍将面临激烈竞争

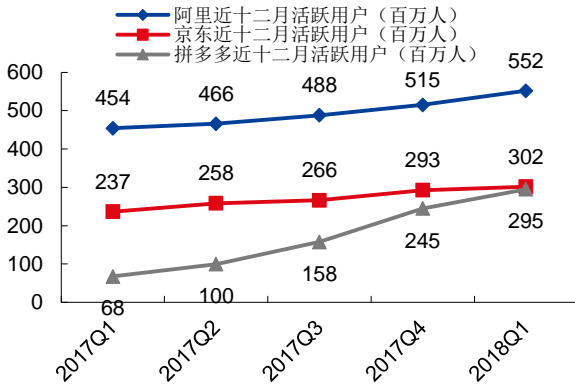
#### 1. 背靠微信，拼多多 GMV 有望持续较快提升

微信用户群是拼多多流量的坚强后盾。微信的 9.3 亿用户数量是拼多多用户数量的坚强后盾，推动拼多多近十二月活跃用户达到 2018Q1 的 2.95 亿人，月均活跃用户达 1.66 亿人。微信流量主要为社交属性，引导至拼多多的购物流量仍需转化，但即使是 30% 的转化，也是近 3 亿人的月均活跃用户。

拼多多月均活跃用户环比增速约 18%，阿里京东增速均不及拼多多。拼多多月均活跃用户达 2018Q1 的 1.66 亿人，且该季度月均活跃用户环比增速约为 17.87%。目前来看，阿里平台近十二月活跃用户约为 5.52 亿人，而京东平台为 3.02 亿人，两者的 2018Q1 季度环比增速分别为 7.18% 与 3.17%，增速不及拼多多。

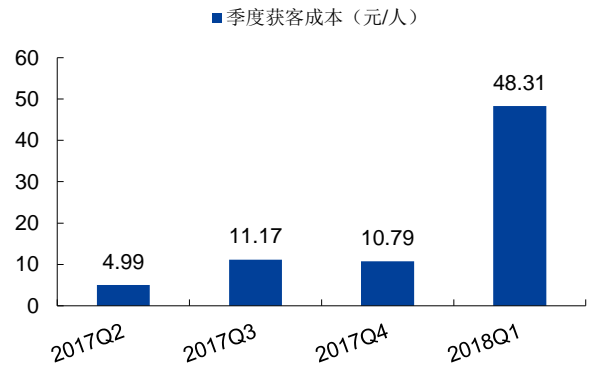
目前拼多多获客成本仍然较低，预计用户量仍能快速增长。即使 2018Q1 拼多多获客成本已上升至约 50 元/人，但仍然低于天猫京东获客成本的 200 元。较低的获客成本，将使正常运营下的拼多多能够继续实现较快的用户数量增长。

图 48：阿里京东拼多多近十二月活跃用户人数



资料来源：各公司公告，华金证券研究所

图 49：拼多多近一年获客成本逐步增长

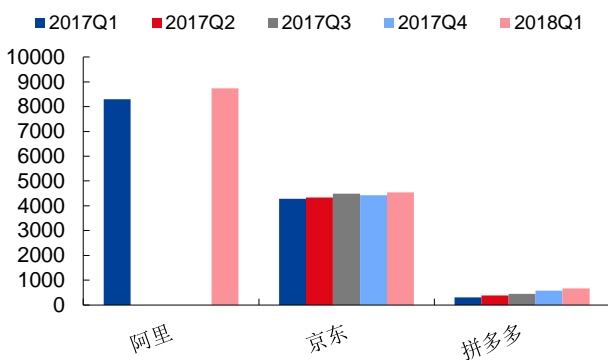


资料来源：招股说明书，华金证券研究所

拼多多客均 GMV 处于快速增长期，仍有较大提升空间。拼多多的客均 GMV 较阿里京东仍有较大差距。截止 2018Q1 的近十二个月，拼多多客均 GMV 为每人 673 元，是京东客均 GMV 的 15%，是阿里客均 GMV 的 8%。同期，拼多多客均 GMV 同比增速为 118%，阿里增速为 5%，京东增速为 6%。

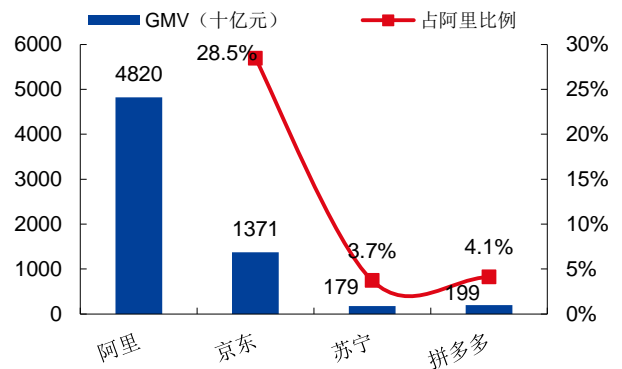
目前拼多多用户量、客均 GMV 的较快增长，阻力加大但仍然有限，增长空间仍然广阔，预计 GMV 仍可较快增长，若以微信流量的 30% 以及现在客均 GMV 的两倍估算，拼多多有望成为我国电商第三极：若假设稳定时客均 GMV 是现在的 3 倍，2000 元，并以微信至拼多多 30% 的流量转化计，3 亿用户，则估计能提供约 0.6 万亿元 GMV，约为京东目前的 1.37 万亿 GMV 的一半，较阿里的 4.82 万亿仍有不小差距。拼多多有望成为电商寡头第三极，但挑战阿里京东的龙头地位仍有难度。

图 50：阿里京东拼多多近十二月客均 GMV (元/人)



资料来源：各公司公告，华金证券研究所

图 51：部分电商截止 2018Q1 的近十二月商品交易总额对比



资料来源：各公司公告，华金证券研究所

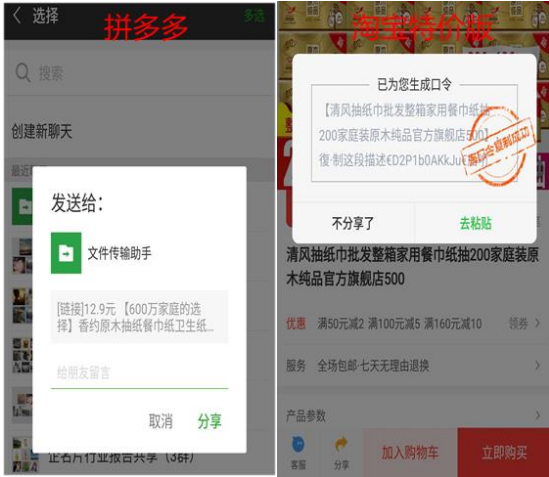
## 2. 短期看，阿里京东对标产品冲击或有限

面对拼多多的快速崛起，阿里、京东纷纷推出淘宝特价版、京东拼团，与拼多多抗衡。但面对 1.66 亿月活的拼多多而言，我们认为影响有限。从流量获取上，淘宝特价版、京东拼团大

多是由天猫、京东客户直接导入，新增获客比较难；而且在微信平台的分享上，拼多多无疑是最便捷、最能直接获取用户的渠道；从平台商角度，阿里、京东的主战场仍是一二线城市，品牌的消费升级是它们的核心；拼多多的错位竞争与二者的利益冲突较有限。从规模效应看，拼多多的部分商品规模效应已经形成，带动供应链提升后成本端的降价效应更突出，淘宝特价版等很难超越。

图 52：拼多多 VS 淘宝特价版在微信拼单分享区别

图 53：拼多多 VS 淘宝特价版在抽纸规模上对比



资料来源：拼多多 APP，淘宝特价版 APP，华金证券研究所



资料来源：拼多多 APP，淘宝特价版 APP，华金证券研究所

### 3. 长期看，走向电商第三极的路上仍将面临激烈竞争

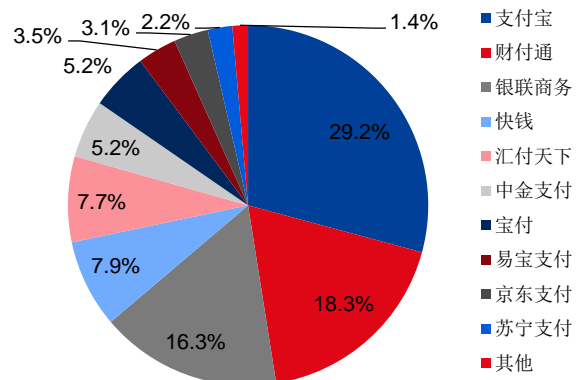
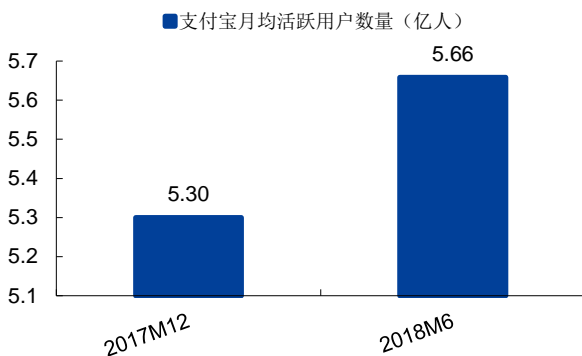
由于拼多多目前的模式与淘宝初期类似，相对阿里京东，商业护城河不足。

长期来看，只要拼多多解决假货问题，就能够从社交电商入手挑战阿里京东，因此阿里京东越发重视拼多多是必然结果。目前支付宝已推出拼团功能，试图运用拼团切入社交电商模式，继续挖掘支付宝 5.66 亿月均用户的社交电商潜力。2018 年 6 月，QuestMobile 数据显示，支付宝月均活跃用户数量达 5.66 亿人，较 17 年末提升约 6.8%。艾瑞咨询数据显示，2017 年三季度，支付宝占据约 30% 的第三方互联网支付市场份额。相比微信，支付宝流量属性更偏向购物，依托第三方支付的龙头地位，以社交电商方式挖掘流量潜力，或将是对微信生态中的社交电商形成冲击。

阿里等电商龙头的持续投入，或将致电商竞争更加激烈，拼多多的发展仍面临挑战。

图 54：支付宝月均活跃用户数量

图 55：2017 年三季度我国第三方互联网支付市场结构



资料来源: QuestMobile, 华金证券研究所

资料来源: 艾瑞咨询, 华金证券研究所

#### (四) 目前估值: 拼多多目前股价较为合理

假设拼多多延续较快增长, 则 2018 年全年约可实现 4200 亿元 GMV, 以及近 88 亿元营收。

按照 P/GMV 计算, 拼多多股价约为 22.13 美元/ADR。目前阿里巴巴 P/GMV 约为 0.096 (市值未进行汇率换算)。由于我们估计拼多多未来货币化率约为 2.5%~3%, 接近品牌升级前的阿里, 仅为 17/18 财年阿里货币化率 4.24% 的 60% 左右, 因此估计拼多多 P/GMV 约为 0.587, 据此估计拼多多股价约为 22.13 美元/ADR。

若根据 P/S 计算, 拼多多股价约为 17.58 美元/ADR。目前阿里巴巴 P/S 约为 1.850 (市值未进行汇率换算)。由于拼多多仍在快速增长期, 给予 20% 估值溢价, 拼多多 P/S 可达 2.220, 则据此计算的拼多多股价约为 17.58 美元/ADR。

因此, 我们认为拼多多股价应在 17.58~22.13 美元/ADR 区间内, 目前的股价较为合理。

表 4: 拼多多部分盈利预测结果

	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2	2018Q3E	2018Q4E
近十二月活跃用户数量 (百万人)	67.7	99.7	157.7	244.8	294.9	343.6	395.1	448.5
季度环比增长		47.27%	58.17%	55.23%	20.47%	16.51%	15.00%	13.50%
近十二月用户平均消费额 (元/人)	308.7	385.0	449.2	576.9	673.9	762.8	846.7	931.4
季度环比增长		24.72%	16.68%	28.43%	16.81%	13.19%	11.00%	10.00%
近十二月 GMV (十亿元)	20.9	38.4	70.9	141.2	198.7	262.1	334.6	417.7
季度环比增长		83.73%	84.64%	99.15%	40.72%	31.91%	27.65%	24.85%
近十二月货币化率				1.23%	1.56%	1.75%	1.92%	2.10%
近十二月营业收入 (百万元)				1744.1	3091.7	4586.8	6423.7	8771.9
季度环比增长					77.27%	48.36%	40.05%	36.55%

资料来源: 招股说明书, 公司公告, 华金证券研究所

注: 2018Q2 的近十二月营业收入、环比增速及货币化率为估计值

#### 四、风险提示

1. 公司尚未盈利, 未来商业模式可能发生变化, 转型存在风险;
2. 目前客均收入仍然较低, 提升货币化率或降低平台商品性价比;
3. 拼多多用户对价格敏感, 平台忠诚度或有限;
4. 长期发展挑战现有市场格局, 阿里京东或越发重视拼多多, 或加剧电商竞争;
5. 面临美国集体诉讼, 或对市值等产生不良影响。

## 行业评级体系

收益评级：

领先大市—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 10%以上；

同步大市—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-10%至 10%；

落后大市—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 10%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

## 分析师声明

王冯、齐莉娜声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

### 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

### 免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

### 风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区锦康路 258 号（陆家嘴世纪金融广场）13 层

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.cn