

买入

2020年06月12日

重构人货场，线上零售电商领域的新标杆

► **线上零售模式在演变，渗透率进一步加深：**随着移动互联网在低线城市乡镇的普及和升级，以及乡镇物流等社会基础能力的加强，中国线上零售的渗透率持续加大。同时，零售模式也从原来的“人找货”模式逐渐向“货找人”模式演变，具体可以体现为从搜索电商的明确购物动机，到如今的匹配和直播电商，挖掘消费者的潜在消费需求。我们认为，随着低线城市和乡镇的用户进一步加入线上购物，以及农产品等品类的线上化，中国零售的线上化渗透率将继续提升，释放交易红利，并伴随着模式的演变带来新一轮的竞争机遇。

► **破坏式创新，重构电商人货场：**相较竞对，拼多多从人货场三个要素带来破坏式创新：（1）人方面，拼多多率先利用互联网普及和物流下乡，完成低线城市和乡镇人口接入电商网络，然后向已经受到良好电商教育的高线城市渗透（2）货方面，平台以低端供应链起家，并率先接入了农产品品类向品牌和高价商品进行渗透，终极模式是通过平台优质的数据分析，连接消费者向厂家对接 C2M（3）场方面，平台直接调用了中国目前最有效的消费者链接网络，即社交网络，在互联网则为微信网络，并将这个网络成功导出逐步移植至主站，而非将用户置于独立购买者的位置，这也是竞对所缺乏的独特优势，商家端则提供快速开店上线和流量红利，以及拼购这一非常好的去库存模式。

► **以人为本，消费者运营为核心：**我们认为，拼多多一个重要特点在于对消费者运营为核心，旨在为消费者提供更具乐趣的用户体验，这也体现了核心管理层对于“电商+娱乐”的理解。通过移植社交网络和培养娱乐功能的使用，拼多多拥有来自社交连接和来自娱乐功能下高度体现用户偏好特征的数据，这将对于拼多多探索未来 C2M 模式带来非常可观的数据支持。

► **目标价 90 美元，买入评级：**通过关于电商领域的趋势，以及拼多多的核心能力、产品特征、运营策略、竞争优势的讨论，我们看好拼多多在后续的电商格局中，以高于竞对的增速持续获得市场份额。在本篇报告中，我们从多个维度讨论了拼多多的投资价值，并坚持公司在未来发展具备的强劲动力。通过拆解和分析，我们对公司 2020 至 2022 年的财务进行预测，采用 0.4 倍 P/GMV 的方式进行估值，并辅助 DCF 的估值方法进行参考，根据 2020 年预测计算得出 90 美元的目标价，较上一收盘价有 26% 的上升空间，首次覆盖并予以买入评级。

赵绵璐

852-25321960

mianlu.zhao@firstshanghai.com.hk

主要数据

行业	TMT	
股价	71.51 美元	
目标价	90 美元	(+26%)
股票代码	PDD.US	
已发行股本	11.98 亿 ADS	
市值	856 亿美元	
52 周高/低	74/19.1 美元	
每股净现值	18.31 元人民币	
主要股东 (A 类股)	BAILLIE	4.01%
	FMR	3.38%
	BANYAN	2.96%

表：盈利摘要

截至12月31日止财政年度	18年实际	19年实际	20年预测	21年预测	22年预测	
总营业收入 (人民币百万元)	13,120	30,142	51,889	84,677	113,045	
	变动	652.26%	129.74%	72.15%	63.19%	33.50%
经调整净利润	(3,376)	(4,410)	(3,963)	5,625	14,885	
	变动	914.74%	30.64%	-10.14%	-241.95%	164.63%
经调整每股ADS盈利 (USD)	(0.65)	(0.54)	(0.49)	0.69	1.84	
	变动	503.31%	-16.20%	-10.14%	-241.95%	164.63%
股息	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	
市盈率71.51USD (估)	N/A	N/A	N/A	102.95	38.90	

资料来源：公司资料，第一上海预测

股价表现



资料来源：彭博

目录

报告摘要	3
投资者主要讨论的十个问题	4
拼多多的投资价值	10
中国零售电商的趋势	13
零售电商市场仍有较大的市场空间	13
中国零售电商市场规模和增速逐渐开始由下沉市场贡献	13
电商购物模式从“人找货”向“货找人”方向转变	14
拼购市场的发展与特征	15
直播电商：外部势力的引入与洗牌	19
直播电商的发展历史	19
直播电商的群起之势：平台特征对比	21
直播电商的行业趋势：形成规范产业链，满足不同需求	24
拼多多的发展历史与管理层理念	26
拼多多平台的发展历史	26
管理层的履历与经营理念	27
拼多多得以异军突起的五个原因	29
拼多多的股权和投票权结构	31
拼多多平台的产品拆解、链路、和策略	32
拼多多的产品用户端主要部分拆解	32
拼多多网购行动链路拆解	35
平台策略和百亿补贴	37
商家端拆解分析	40
经营、财务和成本分析	45
主要指标预测与估值	51
目标价 90 美元，予以买入评级	52
风险因素	54
主要财务报表	55

报告摘要

拼多多至 2015 年成立，2018 年上市至今，短短五年时间快速成长，先是迅速完成低线城市和乡镇的互联网用户接入电商服务，以及农产品上线，已经跻身中国电商领域的重要平台，并且持续向高线城市和高客单价、品牌品类渗透。

在本篇报告中，我们通过外部趋势和内生产品与策略的分析，总结出拼多多的投资价值，并以投资者最关心的十个主要问题开始入手，进行阐述和讨论。

零售电商的模式在现在的互联网市场已经相对成熟，定位分析框架也基本抽象为“人货场”三个主要要素，而消费者对商品的需求也可以基本概括为两方面，即超出商品属性本身的其他需求，以及基于商品本身“多快好省”。在货品方面，平台从低端供应链起家，向品牌商品渗透。人方面，则是向原本空白的低线城市和乡起家，向已经被良好教育的高线用户渗透。场方面，则是通过高效的运营，提供更好的商家和用户购物体验，提供更精准的匹配效率，减少中间的冗余环节，把优惠更多留在消费者和商家之间分配。

在进行一系列的要点分析后，报告总结了电商领域的格局趋势、拼多多平台定位、以及平台的优势和投资价值，并依照分析和假设，对短期的财务和经营表现进行预测，以及推导出公司应获得的市值。

投资者主要讨论的十个问题

1. 拼多多相较于竞争对手的主要优势以及未来的定位。

我们的观点：消费者在实物零售消费的需求是多维度，多层次的。时间要求、质量可靠程度、品牌依赖度等等，均有不同的需求。通过补贴、拉新和复购，消费者基于对平台的消费体验和认知，在执行购物需求的时候选择不同的购物平台。我们认为，不同的电商平台根据自己的平台特性以及能力优势提供不同的服务。未来的电商格局也将会是多家并存的状态。

拼多多的定位，我们从电商模式的三个要素“人货场”来判断和总结。人方面，拼多多是低线用户起家，后反向进入已经被长期教育的高线用户，**从用户角度来看，拼多多的渗透是比竞对更加容易的。**货方面，拼多多是从空白的低端供应链市场开始，向品牌和高价商品进行渗透，其终极模式是向厂家对接 C2M。场方面，**拼多多采用最合理的拼单、分享、砍单模式调用了中国目前最有效的消费者链接网络，即社交网络，在互联网上则体现为微信网络，并将这个网络成功导出并逐步移植至主站，这也是竞对所缺乏的独特优势。**

对比竞对平台，我们认为拼多多主要的优势集中在如下：

- (1) **平台在低线市场的渗透率相对较高，目前用户的主要策略在于向核心城市进行渗透。**而高线城市的用户是最早期一批的被培育的互联网电商用户，因此从用户心智角度讲将对容易渗透，主要难度在于竞争。另一方面，高线城市的订单密度较大，并且物流基础较好，履约成本低，从利润率角度而言相较于低线城市更高。拼多多向高线城市渗透的策略属于从低利润区域向高利润区域行进，从管理角度而言更容易扩展。
- (2) **消费者的需求是多维度的，消费需求会兼顾品牌溢价和高性价比。**拼多多在把控性价比盘子后向品牌溢价区域进行渗透，因此拼多多和竞对的策略会形成差异。高客单价的品牌商品带来的利润率会更高，经营杠杆会更明显。
- (3) 微信产品的月活用户为 12 亿，借助微信的流量红利，从用户角度而言，我们认为拼多多的用户天花板相较于竞品，**其渗透率更高，用户天花板更高。**
- (4) 从产品设计上实现“货找人”模式的发挥。在产品分析一节，我们得出，相较于搜索链路，拼多多在产品设计上更注重信息流展示、拼小圈、直播观看等“货找人”模式，这一点实际上更加切合目前零售模式的发展方向。
- (5) 游戏、签到、拼小圈等环节长期为平台提供用户留存和数据。**社交连接网络和娱乐场景下暗含的是消费者最直接的偏好数据**，这也是拼多多长期以来转化率较高的主要原因之一。这些模式所具备的特点是更容易捕捉用户的潜意识行为信息，尤其是来自消费者社交网的信息，从而为实物零售的终极模式 C2M 做尝试和准备。而竞品在产品更新上受制于长时间的推出历史，难以再在产品上进行大幅创新。

拼多多的拼购配合直播电商，将成为商家扩大销售和库存管理依赖的重要渠道。而拼多多相对简单的商家端变现模式对于商家端而言更容易成为批量出货的主要窗口。

2. 拼多多的投资价值在哪里？

我们的观点：根据本篇报告的分析，可以分为外部和内生价值因素，以及社会化价值和长短期角度。来自外部的价值因素包括（1）国内零售线上化仍然是大趋势（2）零售模式向“货找人”演变（3）社会基础设施提升，低线城市乡镇的人群加入（4）平台技术的进步带来运营更多可能（5）商家端对于拼多多平台的需求（6）微信围绕 2B 服务和支付非常需要来自拼多多的合作，并且，我们看好微信支付和泛微信生态圈应用在未来的发展（具体可参考关于腾讯（700.HK）的分析报告）。

内生因素包括（1）拼多多通过拥有并能够借助国内互联网中目前最有效的流量资源，即微信社交流量资源（2）基于朋友圈/拼小圈的推荐，本质上比搜索电商和千人前面的个人推荐更进一步，可以获得消费者连接网下的数据，提高精准匹配，这也是主要竞争对手目前所缺乏的（3）优秀的产品设计，通过有效的留存运营，拉新和补贴策略，拼多多在用户数和人均 GMV 都处在上升周期，用户心智和对平台的认知在有效扩张，商家和消费者的双边网络效应处在正向循环的阶段（4）拼多多始终把控来自低价拼团的需求基本盘。（5）随着国美合作的展开，上游供应链和下游物流能力的加强，以 3C 家电为代表的高客单价品类在未来将获得高速增长，丰富整个平台的 SKU 结构。

通过五年的发展，拼多多目前已经接近完成的社会价值至少包括两点：

- （1）让低线城市和乡镇的居民完成了一次重要的互联网零售消费接入和升级。
- （2）做到了一定程度的农货线上化，大幅提升了农货周转的效率，大幅降低周转损耗和成本。
- （3）根据分析，我们预计拼多多在未来的社会化价值，在于超过度性能的框架下，能够向消费者稳定提供高性价比的直厂产品，达到资源利用的最大化。

从短期角度来看，公司目前已经进入商家、用户双轮正向循环的阶段，平台能够持续将流量红利给到商家。其电商核心指标的增速也将大幅高于竞争对手。这证明了公司不断深入推进的策略是有效且优势的，能够体现平台价值，市场对其也将认可。长期角度，通过分析，我们认为，市场将继续提供有利环境，越来越多的新品类，尤其是大型物件，如大型家电等，将通过线上零售模式完成。同时，公司能够通过自身的优势，包括策略、能力、产品设计、流量入口等，在继续享受电商线上化的同时，加速扩大市场份额。

3. 拼多多用户在平台是否存在真正粘性，消费者是否只是因为补贴而来。

我们的观点：我们认为，补贴是进行平台扩张、引发和强化用户认知的主要手段，而非用户进行消费的唯一目的。从电商发展的历史角度看，用户的长期行为和产品认知并非始终不变，也不会随着补贴轻易转移。

从数据来看，拼多多平台的“MAU/LTM 活跃消费者”指标一直处在稳步提升，从 2017Q1 的 0.22 提升至 2019Q4 的 0.82，在 2020Q1 受疫情影响轻微下滑至 0.78。该指标体现的是平台在最新月度的活跃程度占 12 个月以来累积活跃程度的比重。同时，根据平均消费者 GMV 也在逐季度不断提升。这些指标实际体现的也就是打开频度、复购的提升。因此，可以看出，用户在平台的粘性是在逐渐加强的。

需要说明的是，LTM 活跃消费者是来自全渠道消费者，包括微信小程序，而 MAU

为主站的 MAU，口径有差别。但渠道差别不影响该问题下对平台粘性的判断。

关于 GMV 的拉动是否纯粹依靠补贴，**如果去补贴，平台是否面临 GMV 和收入大幅下滑的局面，我们认为答案是否定的**，主要理由如下：

- (1) 在拼多多的历史分析中，我们提出，中国的拼购市场需求和供给是一直存在的，并且规模巨大，尤其是对于非品牌商品。这一部分市场并不会因为补贴的存在与否而消失。
- (2) **拼多多平台的补贴是定向策划，而非全平台无差别补贴**。在报告中，我们分析了以百亿补贴为代表的平台补贴计划得出，平台的补贴是以提高用户对平台上的品牌商品、高客单价商品，以及和相关电商节日为导向。而从品类来看，那些未补贴的商品并非因为没有补贴就缺乏成交。
- (3) 平台用户规模达到一定层次，具备一定知名度后，**我们预期 App 拉新买量的销售费用会逐步减少**，提高 S&M/GMV 的效率。

因此，不论从用户行为逻辑、平台数据、产品设计来看，补贴并不是平台构成 GMV 的必要条件或唯一条件。相反，我们认为在目前的发展阶段，通过维持一定补贴来提高规模扩张速度，将产品介绍出去，抢占市场份额和心智，是非常有效的策略。我们认可公司在目前发展阶段所采取的补贴策略。

4. 拼多多最核心的能力是什么？线下物流和上游供应链能力是否会成为阻碍成长的因素？

我们的观点：我们认为拼多多最核心的能力在于对消费者需求的发掘能力，包括低线城市互联网人口的需求+社交、比价和拼购需求+“货找人”模式挖掘+分层多维度需求消费能力（品牌溢价 or 高性价比）的潜在消费需求等。这些能力体现在公司优秀的产品设计、运营、用户的吸引和留存策略、商家入驻和管理策略等。**这些能力的最根本来源来自于管理层对电商未来模式的深度认知**。零售电商领域经过移动互联网的发展，模式飞速演变，核心管理层对市场的认知，以及公司对策略的执行能力非常重要。

在过去的发展过程中，拼多多通过优秀的拉新、匹配、留存等线上运营能力和技术打开了快速发展的第一步。我们认为，电商平台的核心能力包括三点，线上运营、货源控制和履约设施。其中，线上运营决定平台的整体框架和走向，而货源控制和履约设施则补充平台的实际内容和体验。目前来看，相较于竞对，拼多多的在品牌货源的控制，以及品质物流履约能力是相对欠缺的。

但我们并不认为这会构成阻碍拼多多竞争实力和扩大市场份额的绝对因素。从公司目前的经营动态来看，通过百亿补贴、流量倾斜、品牌商家入驻、以及同拥有强大物流能力的安迅母公司国美进行合作，可以看出，拼多多的核心管理层在针对公司的不同发展阶段，对公司进一步扩张所需要的能力有清晰的认知，并且能够有效的执行和获得。因此，我们相信公司在后续的发展中，会补足所需的能力要素，突破瓶颈。

5. 平台流量分发机制和盈利模式是什么，从变现率来看商家的流量成本是否和竞对一致了。

我们的观点：平台的流量分发分为付费流量和自然流量两部分。付费流量参考指标取决于商家竞价和商家综合评分乘积，平台目前的策略以成长为主而非变现，因此

商家综合评分的权重较大。自然流量方面，首要指标为用户和商品的匹配度，后续制表位产品评分、价格优势和商家评分。

盈利模式，从目前电商的主要格局来看，各家平台主要依赖的收入模式主要为商家广告收入、交易佣金、和平台相关费用如技术服务费。从拼多多的角度而言，我们认为其的盈利模式主要通过商家广告收入和交易佣金。

拼多多的产品设计特点和定位目标是快速开店和促进快速成交，并且公司目标具备一定的普惠价值，因此我们并不认为技术服务费等相关在开店准入费用成为公司变现途径。通过商家在平台上支出营销开支仍然会是平台主要的变现来源。

目前公司的变现率主要稳定在 2.5%左右。从主要竞争对手的财报来计算，天猫淘宝的整体广告变现率大约在 2.5%左右。我们认为，这和天猫淘宝的商家结构，以及品类有较大关系。经我们调研和测算，天猫淘宝的广告收入主要贡献来自于天猫商户和淘宝 ka 商户，这批商户的总体广告变现率偏高。而从整体 GMV 来看，淘宝中长尾商户的实际广告开支边际 ROI 偏低，但因为仍然在平台上投放，尚未完全外溢转移，导致其摊薄了平台的整体广告变现率。而实际中长尾商家的广告开支边际成本是远高于目前广告变现率的。从我们草根调研的结果来看，也支持我们这一观点。

因此，我们仍然坚持，从消费者数量和 GMV 总额的横向比较来看，目前拼多多平台仍具备有较为可观的流量红利能够给到商家。

6. 在公司平台成熟前，公司融资的资金是否能够支撑补贴。

我们的观点：根据公司财报，从 2015 年以来，公司的年度经营现金流均为正值，季度现金流因电商淡季和旺季均出现波动。这主要是由于结算账期差。因此，我们认为公司目前的账上现金是充足的，足够公司平台的建设。另一方面，从公司的发展角度来看，公司自 2015 建立，至今短短不到 5 年时间，年度活跃消费者达到 6.3 亿。发展速度非常快，我们认为公司的资金足以支撑至其平台达到一定规模和成熟度。

7. 商家端在拼多多与竞对之间的销售费用区别。

我们的观点：在本篇报告中，我们从开店内容、主要费用以及 DSR（卖家评分系统）三个方面来进行比较。从开店来看，拼多多的特点是开店速度快，流程简单。而 DSR 方面则相似，主要从商品符合度、卖家服务态度、物流服务三个主要点去进行权重评分。

相差比较大的是费用端。天猫+淘宝的整体广告变现率大约是在 2.5%左右，在此基础上，天猫的抽佣金 2.5%，以及相关的店铺年费、保证金、技术服务费等。京东方面类似，但平台定位不同，京东的流量对于自营更加倾斜。拼多多主要的依靠的是广告变现+支付手续费（支付给微信支付），整体水平在 2%-2.5%之间。因此，从平台收费来看，天猫淘宝的费用偏高。另一方面，由于折扣拼购是拼多多平台商品的重要组成部分，因此我们认为从商家的角度考虑，在拼多多的平台运营，可能需要另外一部分的营销预算在拼购业务上。但这一部分费用由商家自行掌控。并且从拼多多目前的策略来看，商家折扣中平台将承担相当一部分。

8. 拼多多崛起的根本因素有哪些。

我们的观点：在本篇报告介绍公司发展历史，论述了早期拼多多崛起的主要推进作

用。总结来说，我们可以概括为：**低价拼购市场空白+社会基础能力提升+拼多多优秀的产品设计。**

首先，阿里巴巴建立并将平台重心转移至天猫，以及聚划算 2016 年划归天猫，使得非品牌的低价拼购市场出现空白。我们认为，阿里巴巴的当时的经营转移主要出于两个考虑（1）当时的主要竞争对手为京东（2）天猫的商家付费能力强、商品倾向于更高毛利、以及更高营销支出，能支持平台推进高变现率。而对于同时身为代工制造大国、以及人均可支配支出仍较低的国内市场，非品牌低价拼购仍存在非常大的供给和需求。这在竞争格局上给了拼多多一个切入的机会。

其中，社会基础能力提升包括（1）低线城市乡镇的互联网人口数量大幅增加（2）2014 年以来乡镇的物流基础设施逐渐建设完成（3）微信的社交流量打开以及微信支付（移动支付）产品的推出。以上三点为拼多多的快速发展提供了肥沃的土壤。第一点为拼多多提供了庞大的、可以立即挖掘的基础用户群。第二和第三点则完成了低线城市的电商交易和履约环节。

在产品设计方面，本篇报告分析了拼多多在产品设计上的特点和优缺点，包括针对不同场景、动机、以及“人找货”和“货找人”下的购物链路设计等等。这些产品上的优秀设计也使得拼多多从一众拼购产品中脱颖而出。

9. 拼多多的流量是否纯粹依赖微信社交裂变，这是否对未来将造成流量的不确定性。

我们的观点：我们认为如今的拼多多平台依靠的是主站的流量和留存，而非纯粹来自于微信端的分享，理由如下：

- （1）从历史分析中我们看到，拼多多在早期拉新时，通过微信进行社群分享是主要策略，依靠微信小程序分享的砍价拼团。但平台发展至今，从目前的 MAU 来看，App 主站已具备庞大流量，并且许多娱乐和拼小圈等社交功能在主站才能完成。
- （2）拼多多虽然有条件对微信社交网络进行调用，但目前也开发出相应的功能，将这一层社交关系链从微信导出移植至主站，拼小圈就是典型产品。
- （3）从 App 主站的产品设计分析中，我们看到社群分享只是鼓励消费者的其中一种手段，主站还包括拼小圈、游戏娱乐、签到、观看奖励等其他关于社交和鼓励非消费方式留存的工具手段，实际也证明是有效可行的。
- （4）另一方面，从公司合作的角度而言，我们认为拼多多的分享流量对于微信支付和微信小程序都是非常重要的组成部分，来自电商的支付对于财富通的意义重大。尽管在某些时候，微信处于管理的目的会规范分享链接，但我们认为并不存在未来来自微信部分的流量有不确定性或者说是断流的可能。

10. 直播电商让直播平台加入电商行列，是否会根本改变格局，对拼多多有什么样的影响？

我们的观点：在本篇报告直播电商一节中，我们重点阐述了直播电商的兴起的主要原因以及三种模式的主要特点。直播电商从模式上可以分为三类：产业带模式、MCN 模式和店播模式。我们认为，直播电商的兴起，本质是随着社会基础设施的不断完善，零售模式从“人找货”向“货找人”历史演变道路上所创造出来的一种形式。

因此，从发展趋势而言，直播电商在未来的电商形式中一定会占据一定地位。

在货找人的模式下，直播流量在决策链路中发挥更大的作用。因此，相较以往的电商格局，直播平台将凭借主播流量参与到电商格局中来。

在报告中，我们详细分析了三种模式，以及拆解了拼多多直播产品的设计特点。我们认为，公司在直播领域方向上将会以产业带和店播形式为主，主要原因包括两点：（1）产业带模式是由产业链上游公司发起，具备非常强的上游能力，符合“货找人”模式和 C2M 特点（2）店播的特点是以扩大店铺知名度和品牌力为首要目标，而拼多多产品在设计上主要突出的是用户对平台的留存，以及商家向消费者的快速触达（3）店播和产业带直播有助于“五环内”用户消除对商品的存疑。

因此，我们认为直播平台将借助直播电商加入到电商格局中来，导致竞争加剧。但拼多多在产品的设计以及合作选择上仍保留较好的优势，继续发挥“货找人”的电商策略。我们看好在直播电商下，拼多多将具备更强的市场竞争力。

拼多多的投资价值

综合本篇报告的分析，我们认为，拼多多的投资逻辑可以分为两种维度，即空间轴的内外价值维度，和时间轴的长短期维度。

从空间来看，可以分为外部价值因素和内生价值因素。对于外部因素，主要的特点集中在以下四点：

- (1) 中国的零售线上化趋势仍在继续。根据在本节报告中关于零售电商的趋势分析得出，中国零售的线上化趋势仍在进行。线上零售总额仍然持续以双位数增长。拼多多作为主要的电商平台，仍将继续享受线上化的红利。
- (2) 零售模式出现演变，典型代表是从搜索电商向推荐电商再到直播电商。从原本的人找货的主要模式，逐渐向货找人模式演变进行。**零售模式的演变将为现有的电商平台带来考验，为格局带来一次洗牌的机会。**
- (3) 低线城市和乡镇的社会基础设施进一步提升，包括互联网人口和时长的增加，物流基础、信息基础的提升，都给整个电商平台向更广阔人口渗透带来机会。**这些基础设施条件的提升不可逆，为拼多多提供了非常有利的环境。**
- (4) 技术的进步，给电商平台的运营带来更多可能。这里面包括匹配精度的提升，直播电商能够推广，真正意义上的 C2M，创造更多的消费者连接，以及允许平台通过更多的方式来服务和留存消费者，挖掘消费者的潜在需求。
- (5) 从商家端角度来看需要：第一，能够通过多个电商平台覆盖更多层级和地区的消费者；其次需要能提供批量拼购的平台，帮助商家解决存货处理需求，而目前除了直播电商外，其他电商模式下拼多多是最为有效的，在用户心智中最为稳固。
- (6) 微信围绕 2B 服务和支付相关业务非常需要来自拼多多的合作，并且，我们看好微信支付和泛微信生态圈应用在未来的发展（具体可参考关于腾讯（700.HK）的分析报告）。

内生价值因素则包括：

- (1) **拼多多能够直接调用目前国内互联网中最有效的流量资源，即微信社交流量资源。**在微信社交基础上，拼多多能够继续将这种消费者之间的强连接关系延伸移植至主站，典型产品就是拼小圈。我们认为，在现有的中心化电商平台中，拼多多是唯一能够将社交这种消费者强连接关系进行充分利用，并延伸和移植到主站的。
- (2) 基于朋友圈/拼小圈的推荐，本质上比搜索电商和千人前面的个人推荐更进一步，**可以获得消费者连接网下的数据，提高精准匹配，这也是主要竞争对手目前所缺乏的。**并且，拼小圈能够通过社交交互的方式，比如意向购买消费者可通过聊天的方式询问好友关于商品的购买和使用体验，其本质是将商品和店铺评价前置，有效提高转化率。
- (3) 优秀的产品设计，通过有效的留存运营，拉新和补贴策略，拼多多在用户数

和人均 GMV 都处在上升周期，用户心智和对平台的认知在有效扩张，商家和消费者的双边网络效应处在正向循环的阶段。这说明公司当下的经营策略是非常有效的。

- (4) 拼多多始终把控来自低价拼团的需求基本盘。电商模式可拆解为人货场三个因素，而消费者在购物的体验最核心的仍然是多快好省四点。通过本篇报告的分析得出，拼团折扣需求一直存在并且巨大。我们认为，拼多多在用户心智上已经完成这一需求的抢占。
- (5) 管理层对电商模式的演变有非常深度的认知。
- (6) 随着国美合作的展开，上游供应链和下游物流能力的加强，以 3C 家电为代表的高客单价品类在未来将获得高速增长，丰富整个平台的 SKU 结构。

我们认为，拼多多在外部和内生均有成长和扩大的有利条件，以及驱动因素，这也构成了这家平台能够不断成长的底层动力。作为一家电商平台，最主要的作用包括需要整合社会资源，提高社会效率。

通过五年的发展，拼多多目前已经接近完成的社会价值至少包括两点：

- (1) 让低线城市和乡镇的居民完成了一次重要的互联网零售消费接入和升级。
- (2) 做到了一定程度的农货线上化，大幅提升了农货周转的效率，大幅降低损耗和成本。
- (3) 根据分析，我们预计拼多多在未来的社会化价值，在于超过度性能的框架下，能够向消费者稳定提供高性价比的直厂产品，达到资源利用的最大化。

通过本篇报告的分析，我们认为，公司将继续发挥产品上的优势创造更多的社会价值，我们尤其看好通过平台指导的“货找人”下的 C2M，能够通过最低成本的方式最大化满足消费者需求。

从时间轴角度来看，我们分为短期和长期维度：

- (1) 短期维度来看，根据分析公司过往相关的财务和运营数据，我们认为，公司已经进入**发挥商家和消费者双边网络效应，推动 GMV、用户数的高速自循环上升阶段**。这印证的是公司在当下的定位和经营策略是有效且稳固的。我们认为，资本市场对于电商领域的短期衡量与估值相对成熟，拼多多所呈现出来的公司数据将获得市场认可，在二级市场的市值也将随着经营的逐步推进而逐步提升。
- (2) 长期维度来看，我们分析了拼多多的内外价值因素。外部因素包括电商的长期趋势、演变、格局、环境，中国社交互联网资源的优势，商家端的平台的需求，以及社会基础能力的不可逆性。内生因素包括**拼多多在产品设计和运营上的优秀能力，强社交关系链的导出和建设，经营策略的有效展开，互补合作的展开，管理层对市场的深度认知**等等。这些因素构成了拼多多在长期的成长动力，构筑了拼多多在长期的投资价值。

我们认为，中国电商的格局，从零售的线上化，到“货找人”的模式演变，都将随着技术和基础设施的更替和完善改变。而在这样不断演变和进化的未来电商格局中，多家平台并进并存是未来的真正格局，而不是单方面被击败，一家独大的局

面。我们认为，拼多多是能够凭借自己的能力，在这样的未来格局中，占据重要的地位的，能在其中发挥创造自己的社会价值，是一家在短期和长期均具备投资价值的重要标的。

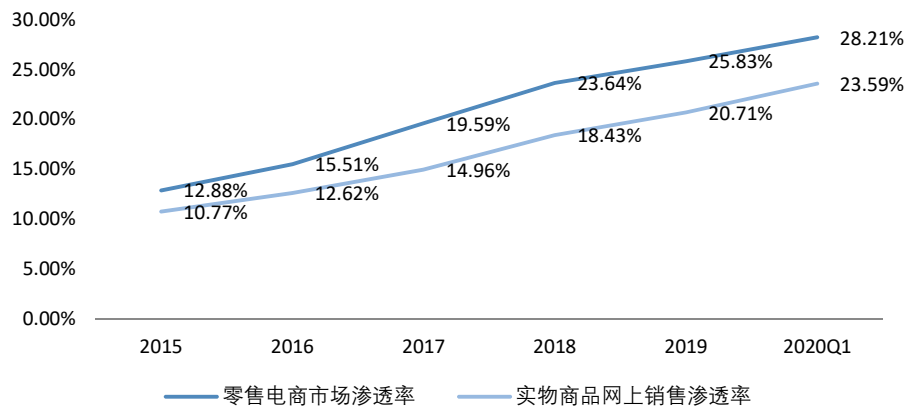
中国零售电商的趋势

经过分析，我们认为中国零售电商趋势呈现如下特点：

零售电商市场仍有较大的市场空间

我们将零售电商市场渗透率定义为全国网上零售额与社会消费品零售总额的比值，将实物商品网上销售渗透率定义为实物商品网上零售额与社会消费品零售总额的比值。由图中可知，零售电商市场渗透率与实物商品网上销售渗透率均在逐年上升，在 2020Q1 分别达到 28.21%、23.59%。我们认为电商市场距离天花板仍有一定空间，并且 2020Q1 疫情期间加速了电商市场的渗透，电商市场渗透率增长 2.38 个百分点，高于 2019 年增幅。随着互联网应用的持续普及，以及线上购物体验的完善，人们在线消费的观念更加深入和形成网购习惯，市场规模预计将持续加速扩大。

图表 1：零售电商市场和实物商品网上销售渗透率



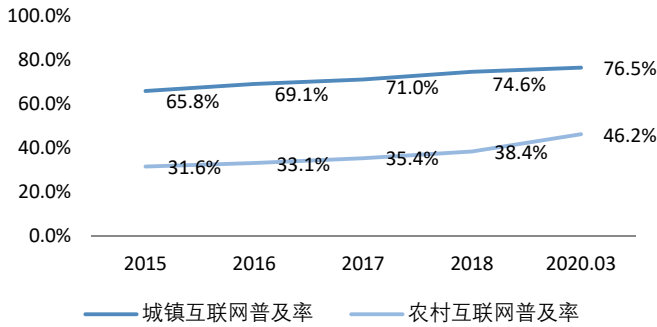
资料来源：国家统计局，第一上海整理

中国零售电商市场规模和增速逐渐开始由下沉市场贡献

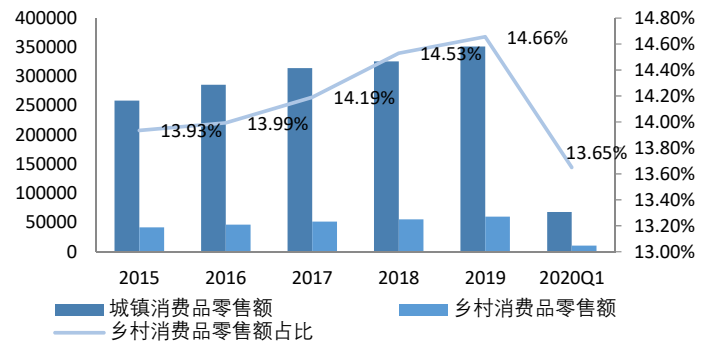
根据易观的数据，2017 年三线、四线城市以及非线级人口占比高达 68.4%，庞大的人口基数造就了充满想象力的市场空间。截至 2020 年 3 月，农村互联网普及率仅 46.2%，较城镇互联网普及率 76.5% 仍有较大的差距，农村有更广阔的互联网潜在市场。近年来出现了从一线城市向南部和中西部核心二线和三线城市人口回流现象，随着人口城镇化率的提高，社会基础能力的提升，下沉市场消费升级正在提速，进一步拓宽了电商在下沉市场的发展空间。

乡村消费品零售额占比在 2019 年前均呈现上升趋势，说明乡村消费品零售在零售电商中的权重越来越大，下沉市场对零售电商的贡献增加。在 2020Q1 乡村消费占比下降与疫情期间物流触达的效率有关。长期来看，乡村的消费潜力没有减退，我们预计随着疫情的稳定和消费升级的需求，乡村的消费品零售额占比将快速反弹。

图表 2：2015-2020.03 年中国城乡互联网普及率



图表 3：城镇与乡村消费品零售额及占比

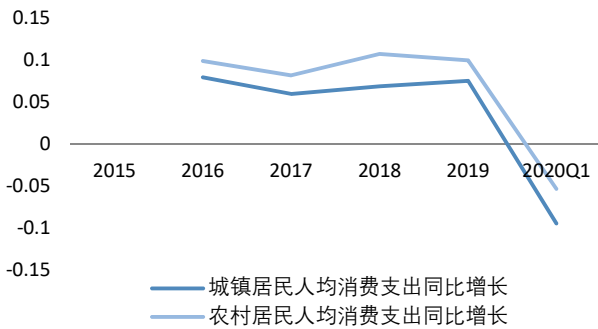


资料来源：CNNIC《中国互联网络发展状况统计报告》，第一上海整理

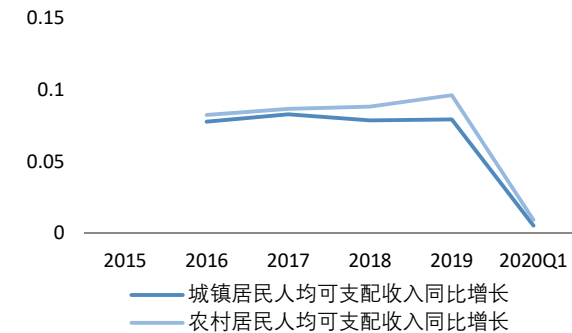
资料来源：国家统计局，第一上海整理

虽然下沉市场人群的收入和消费绝对值不高，但增速优势明显。乡镇居民近几年的人均可支配收入增速均高于城镇居民，受此影响，农村居民消费支出增速也高于城镇居民。三、四线城市慢节奏的生活环境和较低的生活压力，使低线城市居民拥有更为旺盛的消费意愿。更高的消费增速叠加庞大的人口基数，下沉市场将贡献主力市场增量和增速。借鉴美团外卖和美团酒旅的发展历史，我们仍然认为低线城市的发展将是目前行业提高渗透率的主要动力，贡献主力增量市场。

图表 4：城镇与农村居民人均消费支出同比增长



图表 5：城镇和农村居民人均可支配收入同比增长



资料来源：国家统计局，第一上海整理

资料来源：国家统计局，第一上海整理

电商购物模式从“人找货”向“货找人”方向转变

随着流量红利的不断消失，商家的获客成本不断高企，传统的“人找货”电商模式和营销广告已经无法满足电商行业的增长需求。“人找货”仅能满足顾客已有购买目的和消费需求的场景，电商平台仅作为寻找消费品和满足家庭已有需求的工具，因此在获客能力和刺激购买欲望方面有限。社交电商的出现，重构了商品与消费者的信息流方向，由传统的消费者主动寻找商品信息转向不断拓宽消费者认知的商品信息出现在消费者面前，将传统电商中消费者独立购买的行为联系成一个社交网，在用户完成订单后，能够带动其他用户继续下单，降低了获客成本和提高了客户下

单的效率。

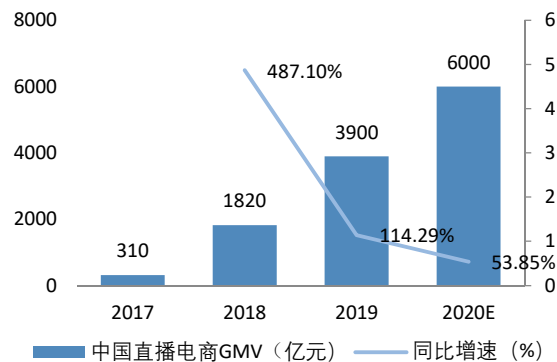
另一种更为激发潜在消费欲望的“货找人”模式便是直播电商，利用 KOL 的粉丝效应和信任背书，商家通过 KOL 将产品推到消费者眼前，激起其购买欲望，商品与品牌有更多机会被消费者熟知，“货找人”的营销模式更容易让商品被信赖。近几年直播电商行业呈现爆发式增长，其渗透率在电商行业不断扩大，也证明了“货找人”的模式是更有效的营销手段。

图表 6：三个技术时代的消费者用户与 App 关系

	搜索时代	信息流分发时代	移动互联网时代
动机	有明确需求	逛，取决于App习惯	无明确需求，融入消费者日常
App主站频度	低频	相对高频	相对高频
App主站时长	短时长	一般时长	长时长
App设计特点	直店，强调搜索匹配度	浏览体验，强调分发精度	融入用户生活习惯、喜好，甚至提供娱乐功能，关注消费者乐趣
技术需求	普通搜索技术	强调匹配算法和分发机制的平衡	以人为本，强调用户辨识和用户运营
转化率	低	中	高
用户意愿	只关注自身	部分潜在需求被触发	围绕潜在需求，甚至主动分享提高平台转化

资料来源：第一上海整理

图表 7：2017-2020 年中国直播电商 GMV



资料来源：前瞻产业研究院

拼购市场的发展与特征

拼多多平台在起家时得以迅速扩张的一个主要原因在于拼购模式的顺利开展，而这一模式在中国被证明是有效且有巨大发展空间的。在 PC 时代，2009 年-2011 年曾经有千团大战，大量做实物团购的公司因为聚划算的出现被抢占了市场份额，只有做服务团购的美团留下来并在市场上继续发展。曾经团购的模式被验证有效，但是聚划算划归天猫后，团购市场出现空缺，而拼多多的出现让团购模式成为占领下沉市

场的主要途径。与传统电商“搜索浏览——点击查看——下单购买——复购”的流量模式相比，拼购模式实现了从“人找货”到“货找人”的突破。

根据国家统计局的数据显示，2019年，全国网上零售额106324亿元，同比增长16.5%。其中，实物商品网上零售额85239亿元，同比增长19.5%，在实物商品网上零售额中，吃、穿和用类商品分别增长30.9%、15.4%和19.8%。我们认为大众对于网络购物的接受度越来越高，并且在吃、穿和用类商品的线上消费需求明显增多，消费需求实现了从线下向线上的转移。而拼购这一购物形式的应用场景，也主要运用在吃、穿和用三类商品的销售过程中，拼购市场依然有较大的发展空间。

我们认为目前的拼购模式主要有以下特点：

- (1) 强大的供应链资源：聚划算能够打败大量实物团购的公司主要原因是，阿里有强大的供应链体系，与商家进行合作，针对区域的特点将区域中有优势、价格低的产品进行团购，在产品性价比方面击败竞争对手。因此拼多多推出“新品牌计划”、与国美合作等均是构建了大厂商的供应链体系，打造极致性价比，提高商品的转化率。
- (2) 由熟人拼购向陌生人拼购进行转变：拼购的早期发展主要借助熟人关系链，降低下单试错成本，使得商品在熟人社交圈快速传播，扩大拼购参与范围；当用户积累到一定程度，平台渗透率较高时，陌生人拼购模式即可支撑大部分的销售体量，即现在拼多多的拼单池可满足绝大部分购买者的拼单需求，无需多向熟人进行分享拼单。而即刻拼购成功享受优惠价格的体验会进一步提高商品的转化率。
- (3) 更多元的拼购方式：除了社交电商带动的熟人拼单方式，直播带货作为近两年新兴的电商营销模式，其本质也是拼购。商家和KOL通过聚合其观众的下单量，给予比平时购买更优惠的价格，实现更高效更多单量的商品销售。流量红利正在消失的现在，拼购模式的不断发展将衍生出更多的方式去贡献更高的转化率和客单价。

与传统电商不同的是，拼购主要针对目的模糊和无目的消费者，因此，拼购平台需要在产品设计上做到更多去激发潜在消费者消费欲望，提高购买转化率。在产品分析一节，详细地分析了产品特点，拼多多有以下几点设计在引导和触发消费者进行拼购时起到主要作用：

- (1) 无购物车设计：拼多多不设置购物车主要是为了刺激消费者尽快下单和付款，通过减少购买路径，促使消费者在更短的时间内完成商品拼购。
- (2) 拼小圈：社交生态圈的建立不仅将用户一部分社交需求从微信转移到拼多多主站，还强化了拼购模式“货找人”的效率；由于朋友购买形成信任背书，且朋友的爱好与用户的爱好在更大程度上相似，因此货找人的模式更有针对性、无目的消费者也带来更高的转化率。
- (3) 单独购买的价格与拼购价格对比：拼购的核心在于以极低的价格吸引更多消费者进行购买，提高转化率，因此更低的拼购价格促使消费者进行分享拼购。
- (4) 影响购买者决策的因素展示：退货包运费、正品险假一赔十、畅销榜、折扣和优惠券等标签在拼多多商品界面用不同颜色标注，顾客极为关心的问题答案都

极显眼，让顾客在决策时对商品更有信心，减少犹豫。

我们认为拼购对商家、消费者和平台有以下几点意义：

- (1) 对商家：一方面是去库存，拼多多的进货渠道有许多做外贸单的工厂，剩余产品以低价出售，商家拿到低价也能赚钱；还有品牌商积压的库存货，品牌商会将非热门和老款产品低价出售，减少库存损失。另一方面对商家意义更大的是，实现了反向 C2M 产品定制的商业模式，这一点我们在拼多多的产品链路拆解一节中论述。
- (2) 对消费者：拼多多上的拼团购买形式，相对于传统的个人用户购买，能够带来更大的购买量，购买方具有议价权，从而以较低的价格买到商品。
- (3) 对平台：一方面，降低了获客成本：传统的广告宣传等获客途径可能导致消费者知道电商平台的存在，但未对平台及售卖的商品产生信任感。但社交电商的高效获客和裂变能力使得拼多多获得拼购用户的成本降低，提高了营销的效率，节省的广告费用用于开展补贴活动，将好处反馈给平台用户。社交电商还在一定程度上提升了新用户对平台以及商品的信任度。原因在于：社交好友向自己推荐了该商品，表明该商品已经获得好友信任，从而降低用户对平台和商品的信任成本。

另一方面，拼购的营销模式使得平台容易获取大量用户数据：拼购的主要商品为低价高频，因此用户复购率和转化率较高，因此平台可获取丰富的数据；加之拼多多的游戏设置增强了用户在 APP 的使用时长，即使不发生交易，用户的停留数据对于企业长期来看价值巨大，减少厂商生产的不确定性可以带来更低的供应链成本。

拼购电商打造的高性价比商品与下沉市场用户需求的完美契合，使得拼购模式成为各家电商攻占下沉市场的重要策略，拼购在电商企业架构中也占据越来越重要的地位。淘宝重新重视聚划算，2020年3月21日阿里主办的“2019中国品质惠经济盛典”上，聚划算的新目标定下：孵化1000个全球产业带，引入30000个品牌，将它们带入200座下沉城市。京东2016年上线拼购业务，2018年9月京东拼购全面升级为以微信一级入口为主要载体的社交电商平台，2019年9月京东拼购App更名为“京喜”，并正式开业。

三大电商已布局拼购板块，随着下沉市场的逐步渗透，我们认为三家电商拼购业务的发展趋势将是下沉市场的用户越来越追求“品质”和“实惠”兼得，一方面要让低线城市、县域、农村消费者有更好的消费体验，享受和城市人群一样的品质生活，另一方面还要赋能原产地和工厂，帮助品牌触达低线市场。因此上游通过数据和技术指导供给侧的生产，下游通过数据和新玩法精准找到消费者需求，将是中间电商平台连接上下游的新方式。

拼多多在拼购市场有以下优势：1、拼多多在全平台打造拼购模式，拼购场景全覆盖，通过社交裂变，迅速积累活跃用户数，叠加无购物车设计，获得高转化率；2、在供应链端，通过扶持拼工厂和扶贫助农等一系列活动促进低端产品上行，获得极致性价比产品，与国美的合作和推出百亿补贴引入中高端消费市场拼购模式。

聚划算在拼购市场中背靠阿里8亿的月活跃用户数据，在了解和获取消费者需求时有数据优势，帮助供应链提高效率、降低成本；通过打通聚划算、天天特卖、淘抢购的消费和运营场景，无论是淘宝商家还是天猫品牌，都能从新的聚划算体系中找

到位置，拼购的体量逐渐扩大，地位提升。

京喜在拼购市场的竞争中有以下优势：1、在获得极致性价比的商品时，物流速度是用户越来越关注的问题，京东物流的部分加持使得京喜物流效率有优势；2、京东一直主打对品牌和质量追求，消费者对与商品质量的顾虑与担忧相对较少，决策更高效。

图表 8：拼多多拼购、聚划算和京喜对比

拼购平台	定位与设计	供应链	商品品质	物流
拼多多	社交电商，平台主打拼购，拼购DAU高，无购物车设计，转化率高	利用区位优势获取最具性价比的货源，扶持拼工厂并与国美合作优化供应链	拼购商品覆盖范围广，品质参差不齐，平台在不断提高商品品质	依靠第三方物流，平台对商家发货规定严格，整体有保障
聚划算	团购平台，团购商品较另外两家少，限时团购促使消费者尽快付款	强大的供应链体系，多为大卖家参与，但平台费用较高，价格仍有下行空间	品质把控严格，精选出的商品才能参加聚划算	菜鸟裹裹平台与第三方物流合作，物流把控能力强
京喜	社交电商，微信一级流量入口，新用户享受免拼购买，拼团成功后有返现	地推模式，加上京东合作的品牌相对高端，产品性价比方面尚有优化空间	京东品牌背书，消费者更容易信赖其商品品质	京东物流辅助，物流效率有优势

资料来源：公开资料，第一上海整理

直播电商：外部势力的引入与洗牌

直播电商的发展历史

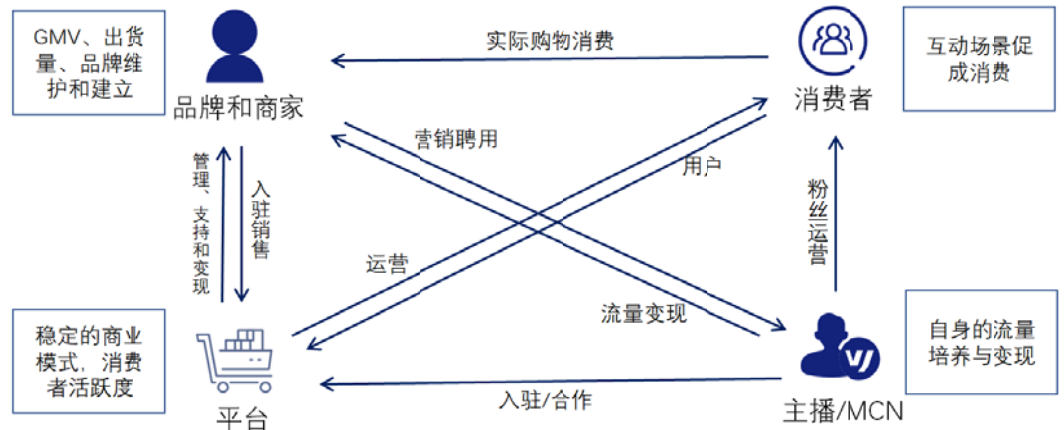
直播带货的爆发经历了从网红经济到直播产业的十年发展。直播带货可以追溯到2010年淘女郎平台的诞生，当时淘宝注册用户已有3.7亿的规模，商家对网拍模特的需求快速扩大，到2012年8月注册模特已有近3.5万人，人均收入已达3.1万元，淘女郎平台因此孵化了中国互联网历史上第一波带货网红，其中就包括现在红遍电商界的张大奕和薇娅。2012年随着大量网模加入，竞争日益激烈，利润下降致使头部淘女郎开始自己运营淘宝店，此时还没有内容运营。

2012年随着新浪微博的崛起，网红电商的第一个黄金时代到来。2012年新浪微博用户总数达到了5.03亿，开放的内容模式、转评赞的互动方式、热点话题的推荐机制，让微博成为了淘女郎晋升网红并实现带货的理想渠道。通过发布图文内容积累大量粉丝，再与粉丝进行互动反馈，款式和销量的提前反馈减少了双方信息不对称，减少了运营成本。因此2012年至2016年得益于微博流量红利和4G技术带来的移动网民的高渗透率，淘宝培养了一批网红店铺。同一时期还诞生了内容社交电商平台美丽说和蘑菇街，用户扮演导购角色在社区分享穿搭再跳转至淘宝交易，此时图文内容电商运营的概念开始兴起。到2014年、2015年，以PC秀场直播为主的网络直播市场开始转变，与电商产生了联系，电子竞技明星在淘宝开设店铺，直播+电商的模式带动了一部分人收益大幅增长。

到2016年，淘宝、蘑菇街和京东相继上线直播功能，直播电商出现大势增长的苗头，但由于：1、直播模式未被验证高效，平台未对直播给予流量倾斜；2、优质的直播内容生态和全民直播平台未形成，持续产出优质内容的难度大；3、头部网红认为时间投入产出比不高，电商直播发展较慢。

2017年-2018年迎来了网红电商的第二个黄金年代。2017年，淘宝直播和天猫直播合并，开始加速布局直播电商。而快手也同期瞄准时机，上线直播电商功能，快速挖掘平台用户消费潜力。淘宝直播是中心化的电商平台，流量分配由平台控制，更多的公域流量引来了许多MCN机构入驻。在战术上进行了“内容、流量和玩法”的升级，内容上完成由UGC到PUGC的过渡，扶持优质的PGC；流量上发布“千人大咖登淘战略”并联合微博推出网红电商平台，大量引入站外内容创业者；玩法上加强云导播台、数据大盘、视频编辑功能和内容投放等功能，并增加短视频的切片功能和VR手势等黑科技。在这一时代淘宝直播崛起的有李佳琦、薇娅。

图表 9：直播电商商业模式



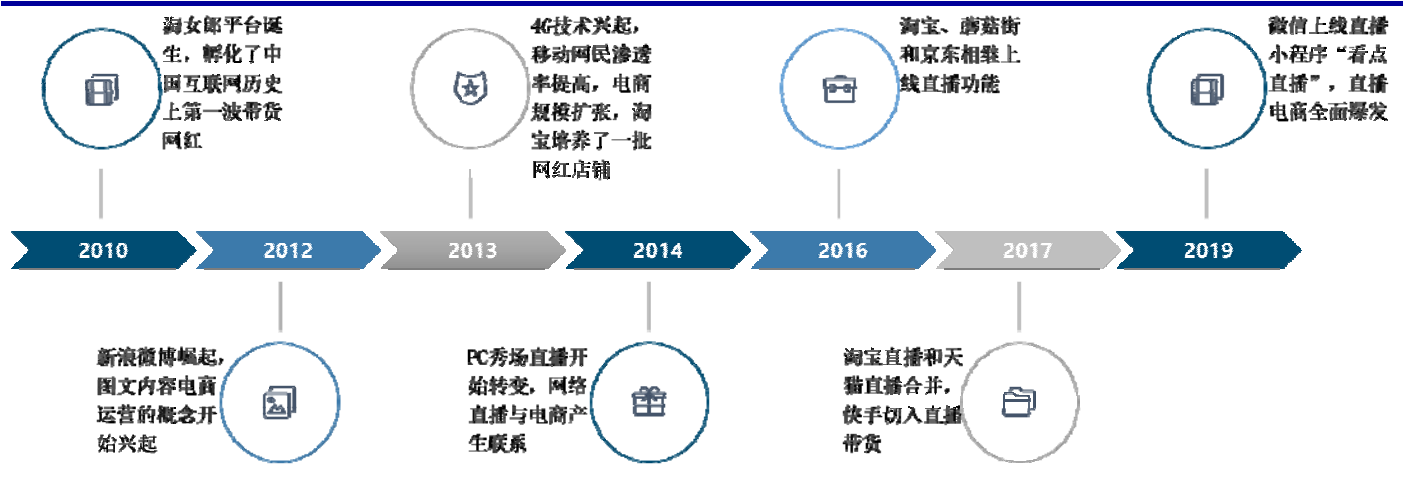
资料来源：第一上海整理

快手从短视频切入直播电商，利用高频带低频的模式，在积累了庞大的流量基础、培养用户刷快手的习惯后，引导平台用户向直播间转化，由于去中心化和私域流量的特点形成“老铁文化”，主播易得到粉丝的信任，转化率较高，作为草根文化代表的辛巴获得巨大收益。2018 年快手才开放 MCN 入驻，并在起初以邀请入驻为主并且没有太多运营上的介入，MCN 机构作用很小。随着快手用户向上层突破，和内容推荐上开放，对 MCN 的发展也更加友好。

2018 年抖音入场直播带货，比起快手其更强调运营。抖音是最公域流量平台，基于瀑布流内容形式和层级推荐算法，头部主播和热门视频往往能获得更多的流量，而 MCN 的内容和运营优势，造成抖音上的超级头部达人大多来自 MCN 机构，而 MCN 机构往往采用批量生产短视频内容、并通过多账号分发，引导用户进入直播间的模式。容易形成马太效应而生态系统没有快手均衡。

2019 年 11 月份，微信上线直播小程序“看点直播”，它是基于微信生态的直播平台，也就是私域流量直播模式。此时以淘宝直播/拼多多为代表的电商旗下直播平台、以腾讯看点/微博直播为代表的社交直播电商平台、以快手/抖音为代表的短视频+直播电商平台得以快速发展，“内容+实时互动”成为全阶层人民娱乐与购物模式，直播时代到来。而直播电商能够全面爆发的基础是：1、90 后/00 后成为主力消费群体，生在移动时代的这群人乐于接收互联网新鲜事物并具有较强的购物欲，容易被种草；2、拼多多和快手的崛起，对于培养下沉市场网上购物和观看直播的习惯有极大的推动，而这些人更依赖于 KOL 进行被动消费。

图表 10：直播电商的发展历史



资料来源：第一上海整理

直播电商的群起之势：平台特征对比

2019年中国网上零售额的增长速度首次低于全球平均水平，电商业务的增长正从增量市场转向存量市场的更高转化。直播电商由于在“人、货、场”三方面均提升效率，成为了各平台变现的一个发力点。在人方面，主播通过选品前置和折扣优惠等活动，省去了用户长时间的选品操作，消费状态由主动消费转变为带入式被动消费；在货方面，头部主播直接对接品牌或商家，省去渠道商和代理商，利用流量优势获取有价格优势的商品；在场方面，通过增加主播与用户、用户与用户的实时互动，构建了社区消费的氛围。

根据前瞻产业研究院的数据，2019年直播电商GMV为3900亿元，同比增长114%。直播电商的快速崛起得益于平台端对直播电商的持续加码，用户直播购物消费习惯的逐渐养成，以及直播电商产业链的逐渐发展成型。2019年，中国直播电商GMV约占电商市场整体GMV的3.9%，比起2018年的2%，渗透率有所提升，但直播电商在电商市场渗透率依然较低，发展空间较大。据前瞻产业研究院初步测算，2020年中国直播电商GMV将达到6000亿元，渗透率将达到5.5%。

电商购物，基本被阿里、京东和拼多多三家掌控。但在直播带货的大秀中，淘宝直播、快手、抖音三家的声势最大，而拼多多的直播刚起步，京东由于平台定位的性质，直播带货发展较慢。

淘宝

根据淘宝直播公布的数据，2019年，淘宝直播GMV（成交额）突破2000亿元。而阿里2019自然年GMV达到5.73万亿元，直播占比不足4%，直播带货市场仍然有广阔的空间。目前，淘宝直播的成交70%来自于店铺直播，剩下30%来自职业淘宝主播。2019年淘宝直播业务的GMV中，仅李佳琦、薇娅两位头部主播就贡献了总GMV的15%；淘宝直播每晚的GMV中，两位达人几乎占了半壁江山。

淘宝直播是中心化的内容电商平台，流量分配掌握在平台手中，对顶流主播的主页推荐等流量倾斜机制容易培养出头部达人，利用KOL的名气迅速撬动平台流量，激活平台的直播业务。同时也因为用户与达人间没有过多信任关系，淘宝直播间多以“全网最低价”持续吸引并留住用户，多数用户更看重商品性价比。头部资源过于

集中有可能导致直播生态失衡，对商家来说不花费高额费用聘请头部主播就收不到好的合作效果，中小主播生存空间变小。

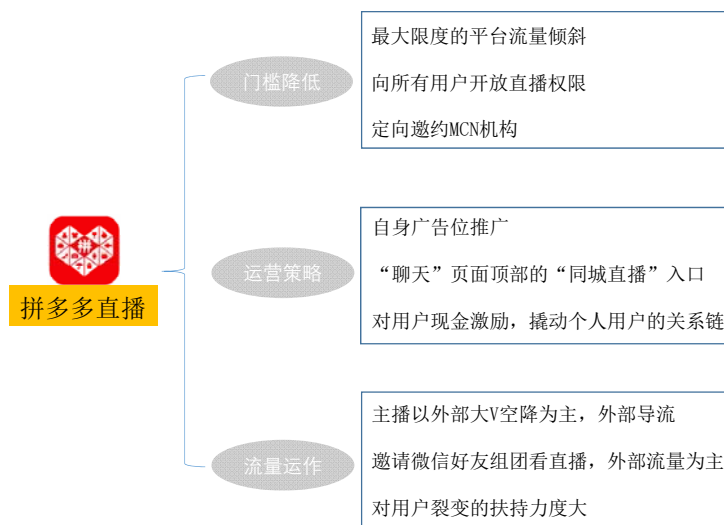
目前，淘宝直播年度用户已超过 4 亿，2019 年淘宝直播已带动 400 万就业，超过 50%的天猫商家在直播卖货。2020 年，淘宝直播将发 500 亿超大“红包”：将培养 10 万名月入过万的中小主播；打造 100 个云市场；服务 20 万个线下门店参与直播新经济。5 月 21 日，计划培训认证 10 万名直播主播的阿里本地生活大学“开学”，未来 5 年“直播销售员”新职业的人才缺口巨大，直播带货将会成为一种主流的营销方式。

拼多多

拼多多虽然在直播方面起步较晚，但却不打算力推主播，选择了一条以货找人的模式。即品牌商想进入拼多多直播，必须保障平台上只有唯一一家品牌店，这也避开了常规直播电商先孵化网红再搭建供应链的模式，店播为主的形式形成了对品牌店相对友好、但对网红相对排斥的情况。拼多多此举符合公司的方向，尽可能减少 MCN 机构在交易总的利益，将商品的实际利益尽可能分配在商家和消费者之间。最近拼多多也开始招募擅长娱乐秀场、游戏、食品等内容的 MCN 机构，布局泛娱乐内容，但入驻平台的 MCN 都采取店播的形式，旨在帮助更好地建立私域流量。

除了店播为主的形式，拼多多还向所有用户开放直播权限，从聊天页面可看到“我要直播”入口。最大限度地给予直播的商家和主播更多私域流量的扶持，用户可进入标识了“直播中”的商品直播间，还可以通过截屏自动生成微信小程序码，在微信观看直播。此外最近拼多多百亿补贴自营的直播账号“百亿补贴官方小二”也开始频繁地进行商场直播和百亿补贴商品直播，一方面通过展示商品来源地以获取用户信任，提升平台的口碑；另一方面跟随直播新经济，实现高客单价商品的更高销量。近期，拼多多大型线上展销会在多地开展，“产业带复工线上大联播”推动服装、家居、日用、百货等品类新国货的供需增长，让受疫情影响、出口转内销的产业带更顺畅。

图表 11：多多直播特点



资料来源：第一上海整理

京东

区别于其他平台的带货营销，京东的直播更倾向于品牌营销。京东的标签是正品平台，平台为产品品质背书，免去愿意支付背书溢价的消费者货比三家的时间，因此高品质需求的用户停留时间短。这种平台性质不利于直播带货。京东选择了和其他走量的平台不同的直播营销道路——品牌营销，而不是带货营销，即在直播过程中大多数时间介绍品牌的文化历史、商品的功能特性等实现用户的文化认同感和对品牌更深入的了解，以此来实现用户沉淀而非带货销量。

2020年，京东计划推动京东自营商家实现100%的开播率，在入驻的POP商家里希望把开播率提高到60%以上。同时，通过平台的扶持政策，让入驻京东的机构生态，达到一个相对健康的金字塔结构发展状态。

快手与抖音

短视频平台算法的差异决定了用户特征及与主播的关系，而用户特征决定了在不同平台直播的侧重点。快手是去中心化的流量分配方式，瀑布流的产品设计给予用户更广阔的选择，平台依据用户选择判断用户兴趣进行内容推荐，以UGC内容创作为主导，帮助主播建立自有的私域流量池。以关注页为核心的浏览行为和与粉丝的深度互动，形成了“老铁经济”，使得主播与粉丝粘性、信任感更强，转化率、复购率更高。加上自建内容电商变现闭环，商家适合在快手上进行直播带货，通过主播介绍产品卖点来激活粉丝的购买力。2020年3月，快手平台对美妆行业新晋品牌开启扶持成长计划，美妆商家开通快手小店、参与培训、发布电商短视频、直播均能获得平台流量包推荐。

抖音是中心化的流量推荐，沉浸式体验对平台算法的精度要求更高，依据单个视频的停留时间、同类型视频的观看次数等给予推荐，用户使用时间越长，算法越精准，但会造成同质化严重。这样的算法推荐虽然以兴趣为导向，但以评论点赞为主的互动方式缺乏与主播的粘性和交流，难做到后续的高转化率。从创作形式来看，抖音倾向于PGC的创作形式，有创意、正能量的优质内容更容易得到平台曝光，打造出爆款内容，但商业化能力还较低。同时其超长的用户使用时间（日均使用时长76分钟，根据Questmobile数据）更适合对用户进行理念、文化等品牌输入。2020年4月1日，罗永浩直播首秀带来了单场1.1亿元的销售额，抖音仍在直播变现上探索可持续发展的模式。

图表 12：各直播平台特点和优势

平台	淘宝直播	多多直播	京东直播	快手	抖音 (火山)
平台属性	电商	电商	电商	社交+内容	社交+内容
流量来源	公域流量、内容矩阵&庞大用户基础	私域流量，更偏向于店播	公域流量，庞大用户基础	偏私域，“老铁文化”，达人品牌崛起，扶持产业带直播	偏公域，直播流量少
带货KOL属性	头部主播高度集中，代表主播：薇娅、李佳琦	缺乏代表人物	缺乏代表人物	头部主播相对分散，代表主播：散打哥、辛巴、娃娃	头部主播相对集中，代表主播：正善牛肉哥
带货商品属性	淘宝体系内全品类，主要靠头部达人出货，价格200-500元	农产品、生活用品、视频、3C数码产品等	京东电商全品类，家电为主，依靠孵化超级红人+推荐优质产品	百元内低价商品为主，食品、日常生活品、服装鞋帽、美妆等为主，高性价比、白牌居多	美妆+服装百货占比高，商品价格集中，0-200元品牌货，有调性
营销方式	带货营销	带货营销	品牌营销	带货营销	带货营销
带货模式	商家、达人带货	商家带货、产地直播	商家、达人带货	达人带货	达人带货

资料来源：公开资料，第一上海整理

直播电商的行业趋势：形成规范产业链，满足不同需求

产业链

直播电商产业链由供应端、平台端和消费者构成。供应端主要包括商品供应方（厂商、品牌商、经销商）及内容创作方（主播/MCN）；平台端包括电商平台（淘宝、京东、拼多多等）和直播平台（淘宝直播、抖音和快手等）。品牌方/厂商对接电商平台提供货源，对接MCN机构或主播，确定直播内容方案，引入直播平台进行内容输出，最终引导消费者实现变现转化。

电商平台、直播平台、MCN/主播为主要受益者，总收益来自按成交额的一定比例收取的佣金。以引流至淘宝成交的直播营销为例，品牌方从成交额中划出的佣金需先后经过淘宝联盟、直播平台抽成，余额才是MCN+主播方的每单所得。由于快手和拼多多都主打下沉市场的特性，快手带货的目标群体和拼多多的用户群体重合度较高，因此拼多多成为了快手直播购物的合作电商平台，这也是拼多多目前主要的直播电商变现方式，多多直播暂未对商家、主播或MCN机构抽佣。直播电商除了目前低渗透率带来的巨大发展空间，还有对电商购物模式和网购体验带来的长期改变。这种在互动中产生购物需求，“货找人”的模式不是一时追捧，而是趋于产业链的规模化和稳定化的一种长期主流营销模式。

图表 13：各直播平台和电商平台抽佣情况

内容平台	合作电商平台	电商平台抽佣情况	直播平台抽佣情况
抖音	京东	扣除佣金的0%-10% (依据商品品类/会员等级不同确定)	京东抽佣后扣除佣金10%
	淘宝	成交额的6% (内容场景专项技术服务费) + 佣金的10% (技术服务费)	无
快手	拼多多	无直播专项抽佣	扣除成交额的5%
	京东	佣金≥10%才能在快手售卖, 扣除佣金10%	京东抽佣后扣除佣金的50% (上限为成交额的5%)
	淘宝	成交额的6% (内容场景专项技术服务费) + 佣金的10% (技术服务费)	无直播专项抽佣
淘宝直播	淘宝	佣金的10% (技术服务费)	MCN机构: 佣金的20%; 独立主播: 佣金的30%
多多直播	拼多多	无直播专项抽佣	无直播专项抽佣

资料来源：公开资料，第一上海整理

我们认为直播电商产业链将可持续存在的原因有以下几点：

- (1) 从购物驱动要素来看，电商一直存在的痛点便是用户的直观感受和使用体验在购买前较难知晓，而直播很大程度改善了这一瓶颈，KOL 用已成型流量人气来推广和背书，提高了用户对商品的认知和信赖。
- (2) 从参与度的角度来看，允许商家和主播与消费者进行互动答疑，消费者在直播平台能够感知其他消费者的意向和行为，易形成群体效应，形成营销社群良好氛围。
- (3) 从商家营销的角度来看，从直播形式允许商家激发消费者代入感，例如服装上身效果更易于激发消费者潜在消费需求，充分展现“货找人”的优势。

- (4) 从价格的角度来看，直播类似于大型团购，价格低、赠品多的策略让消费者以更低的价格购买平时同样的商品，增加消费者购物的成就感，提高直播使用频率。而全网最低价的营销策略在当前电商生态是可持续的，供应链的去中间化和人气流量带来的收益能够完全覆盖降价的成本。

直播电商在引导消费者产生购物需求时，更多的是形成非理性消费，因此更多用于决策成本较低、性价比较高的高频消费品。低价高复购的行业更适合直播带货，但竞争也更加激烈。淘宝直播 2019 年双十一各行业参与度排名靠前的行业分别是：纺织服装、轻工制造、美妆个护、食品饮料、电子电器、医药保健、家居家装。在这些领域，未来将有更多的商家加入直播新经济大潮，差异化竞争和更多元的直播形式将是未来直播电商行业的发展趋势，低价和更优质的高频产品将使消费者持续受益。在退货率、差评数等方面的持续改善将使产业链更加成熟。

另一方面，由于直播更容易让消费者观察了解商品并信任商品，高价低频的商品同样适合直播营销，降低信息不对称带来的决策失误的风险。如薇娅带货 500 万火箭，依然收到了秒杀的效果，因此高价市场的潜力和空间还很大，未来直播产业链将进行商品品类的全覆盖，形成低价高频商品为主，结合高价低频商品的局势。

直播带货目前的结构性问题是，强带货效应的主播在淘宝直播、快手、抖音平台上占极少数，却占了直播 GMV 来源的很大比例。由于：

- (1) 限量营销和主播的精力有限，每周不会完成很多场直播带货，几乎不可能支撑起未来直播电商万亿级的市场规模。
- (2) 观众可能会对名气主播产生审美疲劳。
- (3) 非直播高峰时段的直播缺口和低利用率，商家入场是直播电商发展的必然趋势，日常店播也会普及，成为中型商家的标配。商家直播不断拓展将贡献主要的增量市场。未来的直播行业将达人直播和店铺自播协同前进，店铺自播完成基本盘的稳定增长，达人直播积聚流量增加品牌效应，完成边际改善。

拼多多直播未来的方向

由于拼多多没有使用公域流量主推 KOL，培养高人气主播，而走的店播的道路，整个平台会以低价高复购商品为主要市场且中长期来看，店播将贡献主力收入。多多直播将以低价拼购商品作为基础，逐渐增加品牌产品的直播曝光率，用“白牌标品+品牌商品”结合的道路，白牌标品用以拓展直播用户，品牌商品用以提高直播客单价。

拼多多的发展历史与管理层理念

拼多多平台的发展历史

拼多多是上海寻梦游戏公司在 2015 年 9 月内部孵化的一个项目，是一种供应商入驻、物流第三方合作的平台模式；拼好货是 2015 年 4 月份成立的，是一种水果生鲜自营，自建供应链，强调品质和体验的社交电商，拼好货推出后在朋友圈等社交平台引起强烈反响。拼多多和拼好货于 2015 年 9 月中旬合并，对外主打拼多多品牌，走平台模式并延续社交电商拼单购买的策略；而拼好货深耕后端仓配业务，同时把后端的仓配能力开放给第三方卖家，提升整体水果电商的品质。该战略旨在将商品品类从生鲜水果扩展到全品类，将重心转移至平台建设。拼多多上线两周，粉丝数破百万。

2016 年 7 月拼多多获得了腾讯、高榕资本、新天域等公司 1.1 亿美元 B 轮融资，为其奠定业务拓展基础。2018 年 7 月，拼多多在美国纳斯达克上市，市值达到 240 亿美元。2018 年 10 月，与国美电器初步合作，为拼多多提供电器类商品经营业务，国美的部分电器产品在拼多多上线，销量保持快速增长。

2018 年 12 月，推出“新品牌计划”，扶持 1000 家拼工厂品牌，将国内代工厂品牌产品和中小企业产品进行推广销售，去掉国际品牌溢价等附加值。拼多多为工厂提供数据、产品开发以及定价建议，并建立直达消费者的供需模型。目前拼多多已经在诸多商品类目实现了生产—物流—消费者，或是生产—商家—物流—消费者的极致精简供应链，这也是拼多多大多数商品能实现全网最低价的根本原因。该项计划还通过可视化技术构建信任机制，全程透明公开产品生产流程、工厂流水线取得消费者信赖和建立口碑。

2019 年 6 月，拼多多推出百亿补贴抢占市场份额，重点补贴家电和 3C 品牌，旨在吸引一二线城市用户，该战略的初步推行取得有效成绩。从活跃买家数来看，2019 年拼多多活跃买家数达 5.852 亿，较上年同期净增 1.67 亿；同期，淘宝年活跃买家数为 7.11 亿，京东年活跃买家数为 3.62 亿，拼多多活跃买家数快速增长，总数超过京东。从活跃买家年均消费金额来看，2019Q1-Q4，年均消费金额同比增长 86.6%、92.4%、75.2%、53%，年均消费金额均保持在高速增长的水平，说明百亿补贴在提高客单价方面也起到促进作用。

2019 年 618 活动当天，根据公司披露的数据，拼多多二线及以上城市用户占比超过 41%，一、二线城市用户的 GMV 占比从 1 月份的 37%提高至 6 月份的 48%，说明拼多多百亿补贴策略在驱动 GMV 增长和一、二线市场渗透方面均起到重要作用，并已显著收效。

2019 年 9 月，拼多多发行 8.75 亿美元可转换优先债券，用于新农业基础设施建设。通过产地直发减少流通环节，降低流通成本以及滞销损耗，打造农产区“超短链”。自 2018 年拼多多坚持实行扶贫助农计划，整合供销资源，提供农产品上行的高效通道。2020 年 Q1，农村网店农产品订单数超过 10 亿笔，同比大增 184%。农产品将成为拼多多的一个极具竞争力的板块，渠道优势和成本优势将构筑农产品销售壁垒，再通过场景营销的方式，利用消费者对扶贫这一概念的同理心获得转化率的极大提高。

2019 年 11 月，亚马逊于平台开设快闪店，合作“黑五”购物节限时海外商品优

惠，一方面意味着拼多多在跨境电商领域进一步扩大，另一方面得益于亚马逊的口碑优势，拼多多的品牌地位和消费者信赖度有所提升。

2020年1月，多多直播正式上线，分为商家直播和达人直播，同样通过微信社交裂变的方式吸引粉丝；另外拼多多还通过自营直播平台“百亿补贴官方小二”与品牌店铺合作直播，有望不断提升平台形象并在直播领域获得业务增量。

2020年4月，拼多多认购国美零售发行的2亿美元可转债，达成全面战略合作。国美零售全系列商品将上架拼多多，品牌大家电将接入拼多多“百亿补贴”计划；国美旗下的安迅物流、国美管家两大服务平台将成为拼多多物流和家电售后服务提供商。该项合作有利于为拼多多平台商家提供覆盖全国的中大件物流、仓储及交付服务，并打通了拼多多的家电供应链渠道。

2020年5月，拼多多于上海推出五五购物节，首次将百亿补贴活动覆盖至线下商圈和商超。这是拼多多进军O2O零售形式的重要一步，一方面通过线上流量带动线下消费进而恢复线下经济发展，另一方面有助于渗透商场高端消费人士，带来线上新增量。

图表 14：拼多多的发展历程和重要历史事件



资料来源：公开资料，第一上海整理

管理层的履历与经营理念

黄峥出生于1980年，杭州郊区人，中学毕业，黄峥被保送进了浙江大学竺可桢学院混合班。大学期间，对黄峥影响比较大的有两件事：一是入选梅尔顿基金会的活动，与另外4个不同国家的人参加10天的聚会，这使他深刻意识到世界上不同人种和不同文化的人的出发点、思考问题的方式和做事情的方式都有很大的不同。这也是黄峥被称为最了解中国的创业者之一的一个缘由，在不同文化中加深对中国的认知。

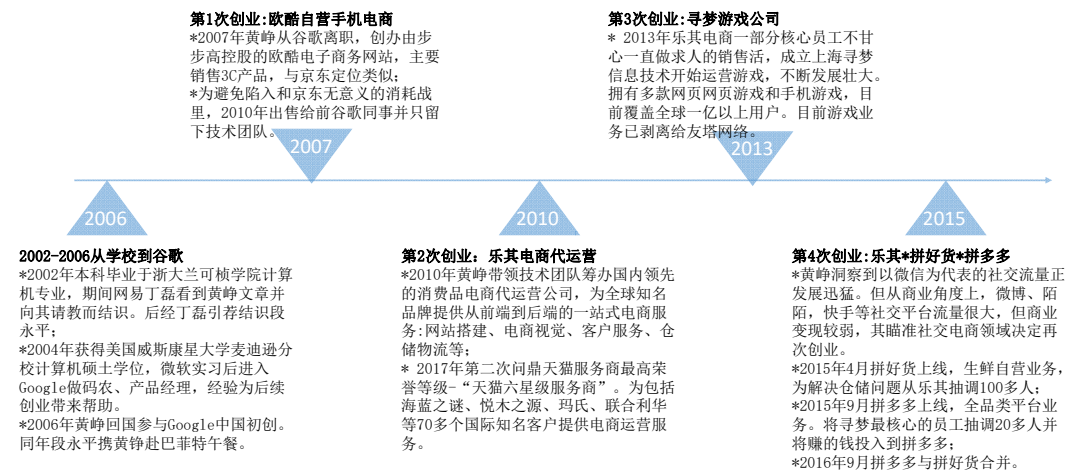
另一个是与网易的丁磊认识，并经丁磊介绍认识了人生导师段永平，在美国开启了他的职业之路。黄峥团队连续4次创业，并涉及电商代运营和游戏等不同领域，为拼多多的崛起奠定了强运营和强产品的经验和能力。团队的追随和稳定也体现了黄

峥个人魅力和能力。

从创始团队的创业史可以发现，正如黄峥所总结的：其团队是少有的既成功地做了电商运营公司，同时又做了游戏公司的队伍，这些创业经历培养了团队强运营、强执行导向的阿里思维和迎合客户需求的强产品的腾讯思维。电商代运营使得黄峥团队对前端的理解，对消费者深层次需求的理解更加深入。游戏的设计经验使拼多多更加重视软件产品的互动，把产品当成游戏运营，寻求玩法的迭代和更新。因此拼多多呈现出 Costco+Disney（高性价比+娱乐）的购物形态，本质上是商家入驻的全品类电商平台。

受到人生导师段永平步步高系公司和前东家谷歌文化的影响，拼多多确立了诚实本分的核心价值观，坚持自己的职责和原则，具体体现在：1、不顾别人的行为看法而认真履行自己的责任和义务；2、将思想与外界压力隔离开，专注于应该做的非常简单的基础知识；3、即使有能力利用别人的优势，也不这样做；4、在出现问题时自我反省和承担责任，而不是责怪他人。核心企业文化使得拼多多在众多非议中不断成长和扭转人们的认知，总是出于善意做事也帮助了低消市场和用户实现更好的生活质量。

图表 15：黄峥的经历和团队创业历史



资料来源：公开资料，第一上海整理

黄峥创立拼多多的终极目标是，让社会实现平等和消费升级。

(1) 从社会消费升级的角度，具体体现在他所说的“让最广大的中国老百姓拥有和一线城市一样信息获取的能力和交易能力”，乡村人民可以购买到以前城市中才能消费到的商品，因此其平台主打高性价比产品，用消费者意料之外的低价买到质量不错的产品以实现整个中国的消费升级。

(2) 从社会平等的角度，黄峥通过构想“穷人通过卖一些自己的“软实力”、自己的意愿、抗风险能力给富人，从而实现更精细化的反馈，周期更短的钱从富人向穷人回流的循环”，以此来促进财富分配平等。因此他提出富人向穷人购买其未来需求的确定性，降低资本家组织生产的不确定性，可以帮助实现资源以及资本的更有效配置。

(3) 结合将“资本主义”倒过来的思路，在黄峥的电商战略中，针对如何提高高资

源配置效率，他提出了供给侧改革的方向：“通过推动需求流通侧更多地采用计划，以此来推动供给侧打破滞后的大规模计划生产实现中小规模批量“定制生产”的半市场经济”。这便是 C2M 模式的实现，工厂在提前知道消费者需求的情况下进行需求分类多批次生产，完成低价商品的高效供给，穷人可以以更低的价格得到商品，富人的资产回流至穷人。

根据公司披露的数据，截至 2019 年公司员工增加至近 6000 人，技术工程师占比始终维持在 50%以上，大量团队成员来自谷歌、百度、阿里巴巴、腾讯等名企的技术和产品精英，体现了拼多多团队对于管理层战略和思想文化的认可。我们可以认为，拼多多目前仍不急着盈利，一方面是提高市场份额，另一方面在践行企业的社会责任和使命，将更多的价值回馈给社会，比如带动产品上行和持续的百亿补贴。这对于拼多多培养用户心智和让用户认可拼多多的社会价值起到很好的推动作用。

总体来说：**黄峥团队的电商代运营和游戏设计创业经验形成了拼多多与竞争对手差异化的模式**；黄峥务实本分的创业理念为社会创造了极大的价值，改善了最广大人民的生活质量。

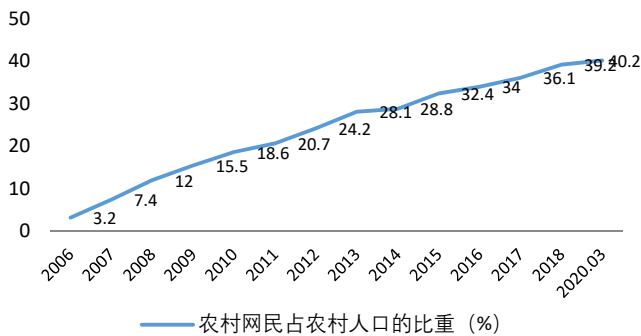
拼多多得以异军突起的五个原因

我们认为拼多多过往的高速发展同样得益于外部环境的以下几点变化：

一、竞争对手对下沉市场和低端供应链的舍弃：2016 年，顺应移动互联网发展趋势，中国零售电商市场进入两强分立的局势，阿里和京东及早布局移动客户端领域，取得线上零售市场的主控权。京东以自营模式为主，摒除假货并主做高端商品市场；阿里通过赋予天猫更多的资源和流量，覆盖更多的高端消费者，取得 GMV 和收益的快速增长。因此阿里和拼多多采取的“消费升级”的策略，让在线零售行业消费上行，中小 B 端和 C 端商户被分配到的流量资源缺乏，生存受到限制，他们急需寻找新的流量平台拓展业务。而拼多多平台的成立恰好成为中小商家的落脚点，被阿里京东舍弃的商户、新创业者和城市新无产者为了节约营运成本和获取更多流量大量涌入拼多多平台。而平台采取的发展策略让中小商户迅速扎根并成长：专注卖货而减少运营推广压力，主打的社交拼团模式迅速提升销量，极少的高端市场进而把流量主要分给低端商户。这一突破开局，非常符合《创新者的窘境》一书中所描述的低端颠覆格局。

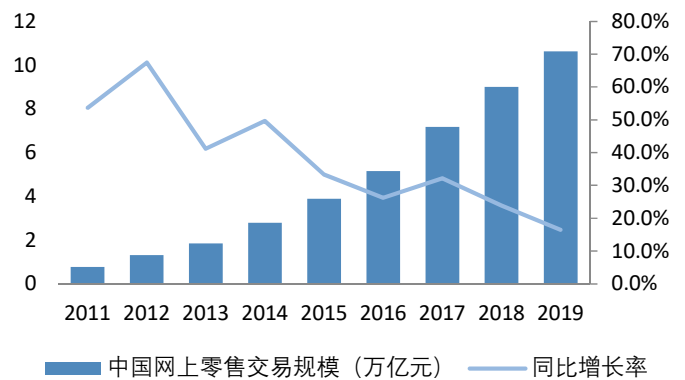
二、农村人口上网与电商流量增加的红利：在用户端，得益于以红米为代表的低价智能手机的广泛推广，三至六线网民人数占农村人口的比重不断上升，农村互联网使用渗透率提升。截至 2017 年，36.1%的农村人口成为网民，微信用户量达到 10 亿，全民社交 APP 使得以往农村信息闭塞的特点大幅改变。移动网络红利使得网购在互联网中广泛普及，人们对网购的接受度逐渐提升，反映在网络零售额逐年增加，其中 2017 年同比增速有所提升我们认为拼多多的进入扩大了电商的市场规模，在下沉市场渗透增加。加之微信支付、支付宝支付的推出，为在线网购支付环境奠定基础；物流体系成熟为在线购物奠定运输基础，使得拼多多诞生在一个购物场景升级的时代，节省了网络购物的宣传成本、物流和支付的限制成本，大大提高了发展的速度。

图表 16: 农村网民占农村人口的比重



资料来源: 国家统计局, 第一上海整理

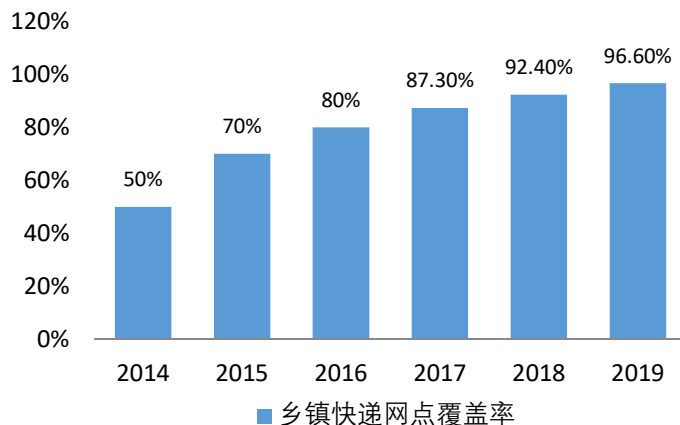
图表 17: 2011-2019 年中国网络零售交易规模



资料来源: 国家统计局, 第一上海整理

三、快递服务网络的下沉: 农村居民收入和消费增长为快递下沉奠定了经济基础, 2014 年国家开始实施“快递下乡”工程, 快递网点乡镇覆盖率从 2014 年的不到 50% 提升至 2019 年的 96.6%。邮政在乡和快递下乡畅通了城乡双向流通渠道, 把农村巨大的需求潜力转化为现实消费, 农村线上消费对线下消费的替代加速。加之中国的物流仓储分散, 许多城市的商品在农村日常生活中接触不到, 物流的出现让农村消费从集市购买转向网络购物, 拼多多的高性价比商品占主导让农村网民有一个集中的平台进行在线购物, 农村消费需求得以释放, 在线购物渠道使得农村消费持续升级, 从追求“有商品”到追求“生活质量提高”。

图表 18: 2014-2019 年乡镇快递网点覆盖率增长情况



资料来源: 国家邮政局, 第一上海整理

四、千团大战后团购缺口的形成: 市场上的团购缺口使拼多多的拼团购物模式一经推出便受到了追捧。团购的模式一直被证明是有效的, 在拼多多被创立前, 团购营销有一段千团大战的历史, 实物团购因为上量快、不受位置限制的特点受到追捧, 但是阿里聚划算团购的推出占有了市场绝对规模, 实物团购大部分公司消失, 而在

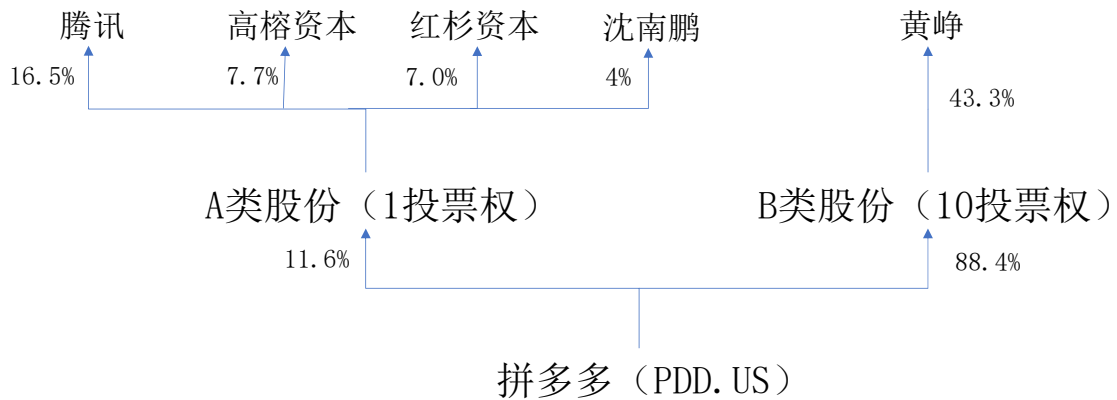
2016年聚划算划归天猫，低端商品无法进行团购，此时团购缺口出现。消费者的团购需求和高性价比商品的需求没有消失，因此拼多多的拼团模式一经推出，得到了市场的快速青睐。

五、微信流量的充分利用和场景营销：中国最有效的人连接资源是社交网络，而在互联网上这一网络就是微信网络，拼团模式使得社交电商成为电商行业的创新点。微信是一个很好的社交流量汇集地，如果能将拼团购买的理念通过微信传播，获取流量的速度将大超预期。恰好拼多多充分利用了微信的社交红利，通过朋友推荐拼团、助力砍单等传播形式，能够以极低的获客成本快速获得新用户。在获取新用户后通过各种类型的场景营销，促使消费者进行购物，提高转化率。拼多多在运用场景营销时，深刻抓住消费者的心理特点，提高消费者的购买动机。因此拼多多在短短4年时间用户数已经超过京东，成为中国活跃用户数第二的电商平台。

拼多多的股权和投票权结构

同阿里巴巴、京东、美团点评、小米集团等公司类似，拼多多在上市同样采用的是AB类股份同股不同权的投票结构，每一股A类股份拥有1份投票权，而每一股B类股份拥有10类投票权。B类股主要掌握在核心管理层黄峥和沈南鹏手中，其他管理层、主要持股机构和公司、以及公众持股均为B类股份。在交易所公开交易的单位为美国存托凭证ADS，1股ADS含有4股普通股。A类和B类股之间的转换机制为1:1转换。按照机制计算，根据公司的2019年年报，黄峥拥有43.3%的股权和88.4%的投票权。其余主要股东中，腾讯持有16.5%的股份，红杉则持有7%的股份。

图表 19：拼多多股权结构



资料来源：公司2019年年报，第一上海整理

拼多多平台的产品拆解、链路、和策略

在本章节中，我们将从拼多多的产品特性和策略出发，来探讨拼多多平台内生的竞争优势。

拼多多的产品用户端主要部分拆解

产品设计的整体方向

拼多多作为电商创新发展的后起之秀，致力于将娱乐社交的元素融入电商运营中，通过“**电商+娱乐**”的模式，让更多的用户带着**乐趣分享实惠**，享受全新的共享式购物体验，迎合社会化消费的进程。用户通过发起和朋友、家人、邻居等的拼单，或是查看熟人圈的拼单分享来增加购物的丰富性和社交体验；拼多多通过拼单行为了解消费者，通过机器算法进行精准推荐与匹配。

电商平台的用户消费层次定位决定了用户的购物动机，而用户的购物动机决定了平台需满足的核心要求，即产品设计的匹配问题。拼多多的消费层次在生存型消费和发展型消费之间，因此拼多多将发展重点放在用户的价格动机，反映在产品上即是通过限时秒杀、**9块9**特卖、百亿补贴等首页活动对商品进行直接降价；并在质量动机上进行拓展，用户对质量最直接的认可便是品牌，拼多多逐渐增加了品牌的入驻，百亿补贴、电器城等入口涵盖了众多化妆品、**3C**数码等高客单价的品牌产品。追求商品质量的提升还会带来诸多好处：平台口碑的改善，一、二线城市用户的获取、从高复购低客单价到低复购高客单价的拓展，促进消费品质上行。

当流量红利褪去，抢占用户的时间进行消费转化显得尤为重要，因此拼多多未来的发展会朝着用户的社交和娱乐动机布局规划。社交数据和娱乐数据是具备高度喜好倾向的，对匹配的精准度提升有非常大的帮助，这也是竞争对手所缺乏的。

在满足客户的娱乐动机的产品上，拼多多目前以游戏和直播为主。游戏方面有多多果园、多多爱消除等来增加用户在拼多多的停留时间。在完成游戏任务时通过拼单消费赢取游戏所用道具，通过完成游戏任务，用户可以真实得到自己虚拟种植的水果或补贴，以此提高用户的使用满足感和成就感，进一步提高用户的转化率和粘性。

直播

在获客成本越来越高的情况下，直播作为一种自带快速引流特性的媒介，利用 KOL 以及新鲜有趣的直播内容，可以帮助电商平台低成本获取更多高质量流量，促进流量的转化和留存。当淘宝直播、快手和抖音平台直播带货全面爆发的时候，拼多多开始在直播领域的探索，在 2020 年 1 月推出了多多直播平台，但是直到现在，还未在首页的活动栏目开设流量入口，仅在推荐商品处有显示“直播中”，或是通过搜索“多多直播”进入直播广场。直播以店铺直播为主，KOL 主播带货的形式刚具雏形，为了防止某位主播异军突起，造成平台生态失衡，拼多多直接选择了店播为主的模式，对公域的开放十分谨慎。

拼小圈

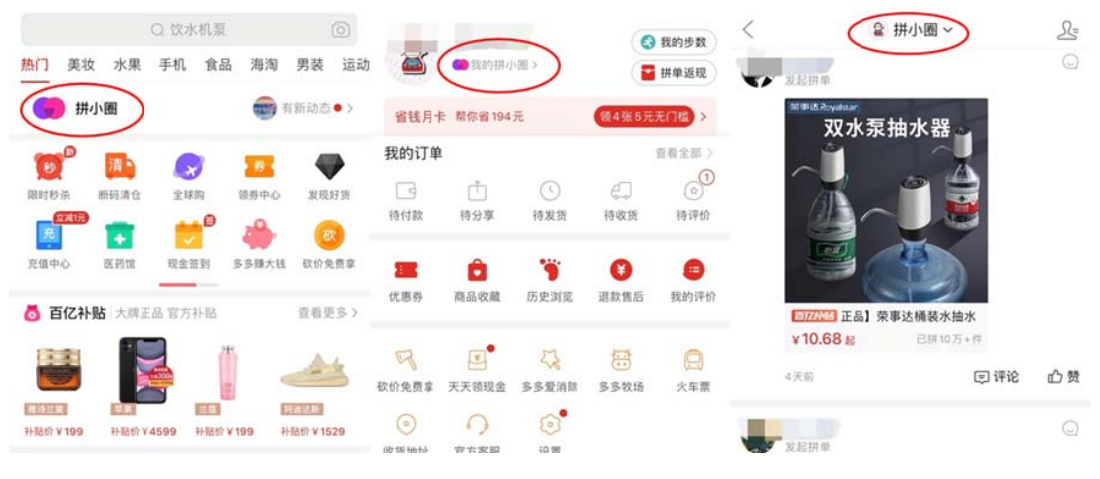
在社交方面的规划，拼多多在 2020 年 2 月底上线了拼小圈功能，并在首页顶栏展示，可以看出建立自己的社交生态圈是拼多多今年的一个重点方向，以此来提高社群内容营销的效果。从平台自身的角度看，形成平台内部的流程闭环有助于沉淀现有用户，形成稳定的平台用户基础。平台的存在是维系朋友关系的桥梁，利用朋友间想要更了解的心理，通过更深入地参与或了解朋友的生活，来增加拼多多的使用频率，完成用户忠诚度和粘性的培养。根据公司披露的数据，2019 年活跃用户数达到 5.85 亿人，百亿补贴的效果取得显著成效，如何在补贴减退的情况下将活跃用户数尽可能保持，在微信流量入口建立起来的独有的好友关系网成了拼多多的突破口。

从消费者体验的角度看，拼小圈的构建意在鼓励消费者与好友共享自己的真实购物体验，将有助于从消费侧完成“去伪存真”的鉴别环节，降低用户的决策成本。和微信朋友圈类似，拼小圈的存在更多是满足消费者的好奇心，了解朋友购买动态，在动态中提高自己的决策效率。这是建立在熟人信任机制之上的，相比于淘宝陌生人的买家秀和好物种草，朋友的反馈更真实。同时从众心理会刺激用户的消费需求，提高无目的消费场景的转化。

我们认为，拼小圈为拼多多主站提供了以下三点重要意义：

- (1) 拼小圈的初步好友是从微信分享开始触发，究其本质，是将消费者在微信上的社交关系链进行导出，移植在 App 主站。
- (2) 拼小圈关系链所分享的商品具备一定的朋友潜推荐的功能，并且具备链路能够和好友直接就商品进行对话，其本质是商品评论前置，能够有效提高转化率。
- (3) 消费者在拼小圈产品内的行为，是基于社交关系链下的意识行为，能够提供非常有效的偏好数据，对于公司的匹配精度以及后续的 C2M 有重大意义。

图表 20：拼小圈页面与内容



资料来源：拼多多 App

三大场景下的消费动线与产品布局

在网购平台，销售模型可以简单看作： $GMV = \text{流量} * \text{转化率} * \text{客单价}$ ，拼多多主打低端

市场的定位决定了客单价维持在一个较低的水平。在流量红利逐渐消退、获客成本不断高企的当下，将场景与消费者深度连接，通过精心设计的平台产品，深度挖掘用户在购物动线中每个节点的消费，提高转化率进而提高 GMV 显得尤为重要。用户在平台的消费场景可分为目的明确、目的模糊和无目的三大场景，针对不同的场景拼多多进行了不同的页面设计。

拼多多主要利用了三个一级页面（首页/关注/分类）来承接三大购物场景，其中首页满足了目的明确、目的模糊与无目的三种购物场景：搜索栏针对有明确购买需求的客户；产品分类和金刚区主要针对用户大致知道想买吃穿用行哪一类，但是无具体产品诉求的目的模糊场景；而百亿补贴和推荐板块则是根据补贴活动和爆款销量进行无目的场景消费的引导。关注页面主要针对无目的购物场景，用户关注自己感兴趣的品牌、商家，在浏览发布的动态时实现购物需求的转化。分类页满足目的明确和目的模糊场景，有搜索栏和产品分类指引。聊天和个人中心仅在各自主要功能服务下面进行精选推荐信息流的展示，以此强调无目的购物的场景。

拼多多在产品的不断迭代上做了如下改动，也可以看出拼多多的战略调整和重点布局：

- (1) 首页加入了搜索栏，随着对一二线城市用户的拓展，工作繁忙没有太多时间进行无目的场景消费，因此强化了目的明确的场景功能。
- (2) 将推荐页换成了关注，随着品牌入驻增加，零碎的信息流无法实现用户的偏好管理和品牌忠诚度构建，因此创建关注板块加强无目的消费场景的转化，在用户喜好之上进行消费转化比盲目的爆款推荐效率更高。
- (3) 首页的金刚区会根据用户的浏览、消费偏好来安排活动入口，如买过国际品牌的用户会去掉 9 块 9 特卖板块而增加全球购板块。整体来看，拼多多的产品更注重用户的个性化体验，精准化推荐。同时由于一、二线用户的增加和品牌入驻，界面更加干净简洁，减少了信息流的充斥，平台的形象定位不断提高。

商品销售的终极形态：需求预测下的实时 C2M

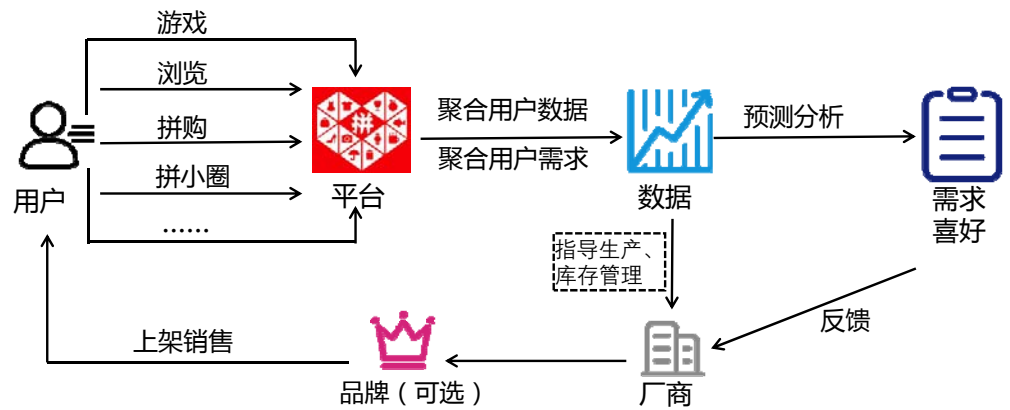
在黄峥的公开讲话中，我们看到，黄峥对于商品销售的终极形态认知为有效的 C2M。我们认可这一模式，C2M 模式可以最大程度节约生产资源。但 C2M 模式的难点在于，聚合用户需求和工厂生产分别都需要相当的时间周期，并且对于生产线而言，所谓的“节约生产资源”是需要建立在一定的规模化上才能实现。在缺乏实现技术的情况下，聚合用户需求只能采取较为原始的直接搜集模式，而且需要平台主动触发聚合，这就导致从搜集需求到工厂生产需要经历非常长的时间，而期间工厂产线容易面临空置，导致产品的摊销成本迅速上升，未能提供消费者认可、高性价比的定制产品。这也是之前许多平台尝试做 C2M 失败，或 C2M 未能大规模铺开的主要原因。

而当技术允许，平台又能提供丰富的下游消费者和上游厂家的时候，平台能够通过积累有效的用户偏好数据，通过有效预测需求的方式，跳过原始的聚合需求环节，向厂家直接提供需求预期。并且，平台数据是实时的，能够接连不断提供数据整理结果，也避免了厂家的空置期。这就使得厂家能够真正提供高性价比的定制化产品。

当然，消费者在购买商品的出发点并非完全出自商品本身，可能会来源于其他属性，但只要是来自于商品本身的需求，无疑 C2M 是一定会占据相当份额。我们认可这是能够实现 C2M 的有效方法。根据前面的分析，**相较于竞对，用户的社交网络和**

娱乐选择行为，暗藏的是非常贴切的偏好数据，通过这两个方式，拼多多能够非常好的去捕捉用户的偏好数据，更容易提供有效的需求预测。因此，基于这一点分析，我们更看好拼多多在厂家供货的终极模式 C2M 下的表现。

图表 21：拼多多 C2M 模式链



资料来源：第一上海

拼多多网购行动链路拆解

在完成网购行为时，行动过程是达成网购行为的必要条件，通过拆解用户的行动链路，能够更深刻理解拼多多产品设计的目的和达成用户购买这一目的所需的因素。完整的行动链路为：信息刺激-促成行动-方案评估-决策执行-行动反馈。

信息刺激

随着城镇化发展和移动设备渗透率的提高，人们的消费认知从“家庭化消费”向“社会化消费”转变，从需要型消费的“人找物”特点向享受型消费的“物找人”特点转变，因此用户需要接收新的信息以促成其消费动机。用户网购行为受到两大信息刺激：平台的内在刺激和环境的外在刺激。拼多多针对用户群体“闲”和“省”两大特点，建立了多维度的产品内在刺激体系。拼多多在产品内设计了多种游戏任务玩法，从现金签到、助力享免单、砍价免费拿等金钱物质刺激，到多多果园、多多爱消除等游戏娱乐刺激，以及百亿补贴、限时秒杀等营销活动，迎合用户省钱和空闲娱乐较多的特点。

对于外在刺激，拼多多将外部资源运用到极致，通过裂变成长体系，实现吸引新用户并唤醒老用户的目的。围绕好友助力和邀请好友等社交传播活动，实现了好友关系网的加入，这也是拼多多用户快速增长的利器。在获取裂变收益的产品活动中，通过关联任务邀请好友打开链接或参与拼单，实现好友外在刺激到内在刺激的高效转化，并且避免了外在刺激信息引导用户使用竞品的可能性。

促成行动

拼多多的游戏产品不是仅仅为了用户玩游戏增加在平台的使用时间，而是为平台的核心功能——购物转化和数据捕捉服务的。游戏设计充分考虑了社会化消费趋势下，人们消费需求的再创造。在游戏过程中，通过将游戏中部分道具的获得与购物绑定，从而刺激用户产生购物行为。这也是另一种场景营销，在娱乐中促成消费。同样，在直播过程中，通过人气展现、互动沟通和价格再打折等营销方式，人们在观看直播娱乐消遣的过程中产生购买动机，实现购物转化。

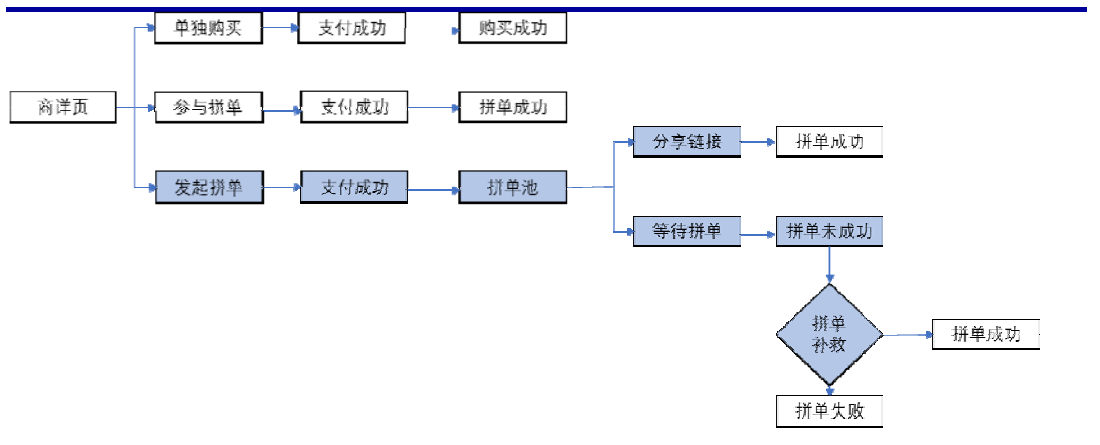
方案评估

用户在下单的评估阶段主要看重需求度和商品的三维属性，即商品属性，营销属性和行为属性。需求度分为很需要、一般需要和不需要，拼多多重点对“一般需要”的人群进行产品设计提高转化的可能性，比如在浏览过之后会在推荐信息流重复出现该产品，以达到不断强化对该产品的认知的目的。商品属性为用户最先关注的，涉及标题、主图、详情、价格、品质等要素；营销属性包括折扣、限时、赠品、满减、包邮等要素；行为属性涉及热度、评论、销量、收藏等。拼多多因为面向的客户群具有喜欢促销和热闹的特征，其在商品页面的特征展示比淘宝京东更多样，会突出营销属性和行为属性的影响因子，来对消费者进行正向引导作用。随着拼多多产品品质升级和平台定位提升，其页面也将趋于简洁和品质感。

决策执行阶段

决策执行时的关键是拼单和收藏，拼单是除了砍价等活动分享外，社交裂变的另一种方式。社会化消费趋势下，朋友号召团购比自己闲逛下单效率更高，而团购的价格优势让用户占便宜的心理也得到满足。拼多多下单模式主要有三种，单独购买、参与拼单和发起拼单，单独购买只是作为一个参考价格让用户从对比中感受拼购的优点以促成拼购；参与拼单是最省时省力的购买方式，用户直接从拼单池与陌生拼友进行团购，享受拼单价和较快的发货速度。发起拼单的场景多用于好友圈对商品购买达成一致，在微信分享拼单，另外便是发起拼单后进入拼单池等待陌生人参与拼单。参与拼单主要是维系现有客户的良好购物体验以增加粘性，发起拼单对于用户导入，流量新增有较大的帮助。

图表 22：用户下单（决策执行）流程



资料来源：第一上海

对于拼多多的收藏功能，与其他电商平台不同的是没有购物车功能，因此收藏功能还扮演合并支付的工具的角色。由于平台上客单价低，用户的决策成本低，拼多多主要引导用户进行非理性消费来提高转化率，不设置购物车的原因主要是减少购买路径，减少用户从非理性消费到理性消费的转变。收藏这一功能主要是标记用户较喜欢的商品，在比价和购买高客单价的商品时有更多的考虑时间。

总结

拼多多的产品设计围绕凸显低价、社交裂变、提高转化率和减少购买路径方面不同于其他电商的设计和特点。

图表 23：拼多多用户行动链路图

信息刺激 (触发)		促成行动		方案评估	决策执行	体验反馈
内在刺激	每日任务	现金签到	关联任务 (邀请他人/拼单)	需求度/三维属性	分享链接/拼单	成就感/挫败感
	占便宜	助力享免单/1分抽大奖/砍价免费拿	直接任务 (邀请他人)	需求度/机会成本	分享链接	成就感/挫败感
	游戏化任务	多多果园/金猪赚大钱/多多爱消除	关联任务 (邀请他人/拼单)	需求度/三维属性	分享链接/拼单	有趣/无聊
	优惠活动	限时秒杀/断码清仓/9块9特卖	浏览商品	需求度/三维属性	拼单/收藏	获得感/好评 (分享) /差评
	三大酬赏 (社交/猎物/自我)	勋章墙	收集勋章	需求度/酬赏价值	完成勋章任务	荣誉感
外在刺激	被分享	各种拼多多平台链接	打开链接/参与活动	社交价值/任务难度/需求度	帮忙完成任务/发起新任务	厌烦感/获得感
	熟人推荐	购物链接	打开链接	社交价值/需求度/额外奖励	拼单	好评 (分享) /差评
	购物需要	产生较明确购物需求	搜索找物	三维属性/额外奖励	拼单 (分享)	获得感
	无聊	闲逛	看商品/看内容	需求度/三维属性/额外奖励	拼单 (分享) /收藏/点赞	娱乐感/好评 (分享) /差评
	被种草	达人推荐 (直播, 博主, 短视频)	打开外链	需求度/三维属性	下单	娱乐感
	购物攻略	种草社区, 购物圈内容	搜索找物/相关浏览	需求度/三维属性	拼单 (分享) /收藏	娱乐感/好评 (分享) /差评
	场景	宿舍, 办公, 宝妈, 应季	搜索找物/相关浏览	三维属性/额外奖励	拼单 (分享) /收藏	好评 (分享) /差评

注解：A 需求度 (很需要/一般需要/不需要) B 三维属性 (商品属性/营销属性/行为属性) 商品属性：标题/详情/价格/地点营销属性：折扣/赠品/限时/满减行为属性：热度/评论/销量/收藏 C 拼单 (分享)，更可能找熟人一起拼单拼单：更可能平台内直接拼单下单；外链直接下单

资料来源：第一上海

平台策略和百亿补贴

经过观察和分析，我们认为现阶段平台的策略核心是渗透“五环内”用户，改善平台形象，升级平台内容，因此目前最利器的策略也是百亿补贴策略。

2019年6月，拼多多提出“百亿补贴”的营销概念，当时作为一个成立仅4年的电商平台，长期的成长是公司的首要战略，而“百亿补贴”是作为公司的一项长期投资而推出的。“百亿补贴”的逻辑是以降价补贴的方式，短时间内将海量流量集中到品牌商品，从而实现用户结构的升级，以及低成本的获客。我们认为百亿补贴的推出有以下重要意义：

- (1) 这是拼多多品牌战略升级的重要手段，提升平台定位和口碑的重要举措。
- (2) 在活跃买家达到一定的存量水平时，利于挖掘潜在客户，并提升客单价进而提高GMV。
- (3) 带给商家更多的曝光度和订单量，为商家正品商品的口碑背书，帮助商家建立市场份额。
- (4) 不同于其他平台的电商节补贴计划，百亿补贴是一项长期的计划，不会限制时间、数量等，会更容易获得用户粘性。

品牌渗透是必然趋势，百亿补贴成为重要手段

百亿补贴是拼多多战略发展过程中一项重要的里程碑，也是品牌化升级的重要战略手段。从其发展阶段和路线来看，品牌化升级是其发展的长久道路。拼多多从被忽视的边缘化群体着手布局业务，并投其所好，这一群体的特点是不在乎时间、不在乎品牌、只在乎价格。因此拼多多靠着白牌低端供应商起家，迅速拉拢低线城市消

费者，但由于商业市场二八定律的存在，他们的消费能力受限于收入的增长，市场上大部分的消费额靠少数的高端收入人群支撑。

曾经的低端供应链市场支撑不起拼多多的高速发展和 GMV 体量，市场上也不可能有一家企业靠低端产品持续红火，因此拼多多需要进行品牌升级，去低端假冒产品以完成其持续发展的路径。一方面，拼多多通过推出“**新品牌计划**”，与品牌厂商**对接缩短供应链**，直接为中低收入者提供质量可靠、价格便宜的工厂品牌，稳定下沉市场基本盘；另一方面，推出“**百亿补贴**”活动也极好地推动品牌升级的进程，补贴的大多是 3C 数码、美妆、潮牌等国际品牌或大品牌，平台的品牌比重会在消费者认知中上升，对于品牌升级战略意义重大。

我们认为品牌升级带来以下好处：

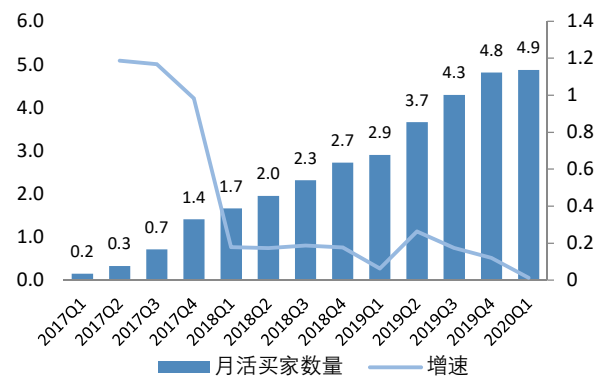
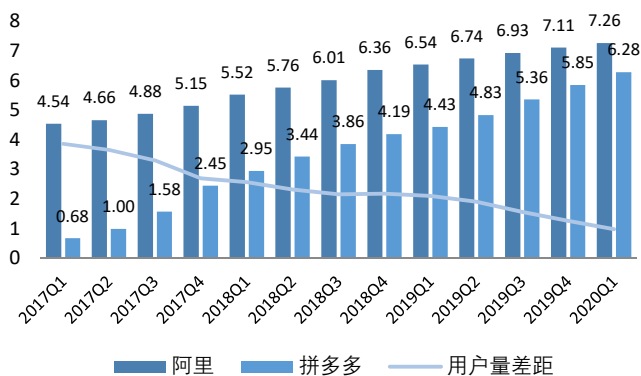
- 1、高端品牌的全网低价会吸引一、二线用户，提高一、二线城市的渗透率，并促进低线城市用户的消费上行。
- 2、颠覆了传统电商单一的“工业品下行”模式，让城乡双方成为平等对话、交易的主体，不论农民还是白领，都能以实惠的价格享受高品质消费，这也符合拼多多的价值观——减少甚至消除城乡不平等。
- 3、我们预计品牌产品在拼多多 GMV 中的比重会不断增加，平台的定位和口碑得到提升，这也是拼多多在发展过程中改变人们刻板印象的关键方向。

挖掘潜在客户与提高客单价并行，拼多多持续高速发展

截至 2020Q1，拼多多的年活跃用户数达到 6.28 亿人，与阿里的差距首次缩小至 1 亿以下，而每个季度拼多多和阿里的年活跃用户数差距都在缩小，说明拼多多在快速获客上有自己独特的模式，我们认为前期拼多多获客方式在于社交裂变，而在社交裂变引爆平台知名度后，百亿补贴进一步拉入消费和留存。

2019Q2 后年活跃用户数依然高速增长的原因在于百亿补贴的推出，一、二线新增用户快速增长，低线城市用户在价格依然便宜的前提下选择更多，买家尝试后的正面反馈带动更多人购买。在“百亿补贴”推出前，月活买家数量增速已经下降到个位数，推出后月活增速得到极大的提升，剔除 2020Q1 受疫情影响，物流停摆的月活数据，百亿补贴推出的三个季度月活买家数量均保持两位数增速。

图表 24：拼多多和阿里年活用户数量对比 单位：亿人 **图表 25：拼多多各季度平均 MAU 及增速**



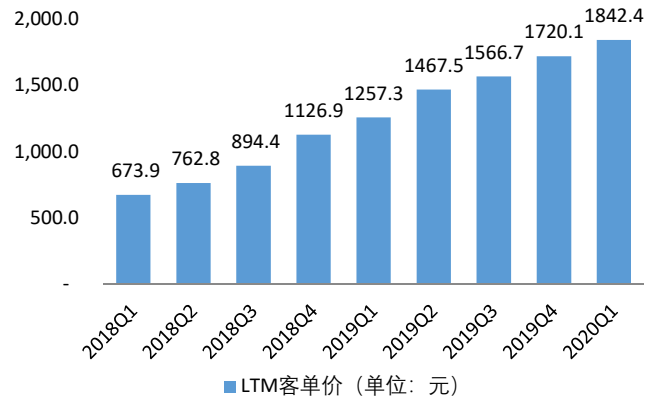
资料来源：公司财报、阿里巴巴财报，第一上海整理

资料来源：公司财报，第一上海整理

由于拼多多以白牌和低价起家，其客单价和淘宝、京东还有一定差距，但是可以看到其 LTM 客单价在每个季度都是上升的趋势，即使在疫情影响网购的 2020Q1。经测算，当季客单价呈现季节性趋势，在 Q2 和 Q4 表现强劲，主要由于京东 618 和淘宝双十一购物节推动客单价上涨。2019Q2 相比 2019Q1，季度客单价环比增长 82%，除

了有 618 购物节推动，还得益于百亿补贴活动的贡献。根据公司披露的资料，2019 年 618 期间，平台一、二线城市用户消费了超过七成的农产品及农副产品；下沉市场 3C 数码产品订单量的同比增速首次超过一二线城市，消费升级需求得到有效释放，客单价得以有效提升。

图表 26：LTM 客单价（单位：元）



资料来源：公司财报，第一上海整理

与商家共同补贴消费者，助力商家建立市场份额

百亿补贴活动中，补贴费用由拼多多和商家共同承担，**拼多多拿平台的资源位进行补贴，以资源置换的方式让商家承诺给出全网最低价**，如首页秒杀的高曝光资源位成为拼多多与商家议价的筹码。因此，掌控范围内的销售与营销费用能够补贴更多的商品，提高销售费用的利用效率。

我们认为百亿补贴对商家端带来以下成效，成为吸引商家入驻尤其是品牌商的重要战略：

- 1、入选百亿补贴活动的商家产品均是正品，并在搜索页的顶端曝光，提高了商家的订单量和销售额；
- 2、平台对于商家信誉的背书，帮助商家积累店铺口碑，增加店铺现有客户的粘性和新客户的转化率，进而提高商家的市占率；
- 3、“百亿补贴”能够有效“团结”品牌商、商户、厂商，整合产业链资源，品牌商有更多机会直接面对消费者，更准确了解消费者核心诉求以生产更符合市场口味的产品。

相较竞对的复杂优惠，反其道而直接补贴，大幅提高粘性

拼多多抓住了“大促必做算术题”的消费痛点——**联合品牌商共同补贴百亿现金**，针对全网热度最高的 10000 款商品大幅让利，给所有用户带来最直接最实惠的最低价格。这项补贴还不同于其他的电商节补贴，长期持续并且不限量进行，不会让用户产生购买焦虑情绪，因此切实建立了良好口碑和购物场地。

补贴的长期持续会在高低线城市建立用户粘性，为平台品牌化发展奠定用户基础：

- 1、长期持续的补贴是稳定拼多多下沉市场用户的重要手段，以最小的成本实现“消费升级”，因此能够进一步提升用户黏性，强化用户对于平台的信任度；
- 2、可以继续吸引一二线城市高净值人群使用拼多多，从而提升平台品牌价值；

3、有利于“城乡消费对流”趋势，将城市的产品推广给乡村消费者，再将乡村农产品销售至城镇。增加了整体用户的消费丰富度，满足各种场景下的消费需求，进而提高用户使用频率。

图表 27：三家电商平台各自补贴特点

	拼多多	阿里巴巴	京东
补贴价格	在成本价的基础上补贴5%-50% (即商品的销售价格=成本价-补贴金额)，售价低于市面价，	补贴价=全网低价-官方补贴，部分价格低于拼多多；	大部分为低客单价商品，因此商品的绝对补贴金额低于拼多多和阿里巴巴
补贴政策	直接使用优惠券或价格立减；商品更新频率快； 同一商品的补贴价格波动较大	“聚划算”细分品类，每个时间段放新货抢购	固定商品定时放价放券。 每天的0点、上午10点、下午14点以及晚上20点四个时间段放出优惠券。
补贴商品	主要是品牌认知度和客单价高的商品（手机、美妆）	覆盖商品范围全，包含高客单价商品和低客单价商品	主要是家电和手机 全球购也在百亿补贴计划中
时间限制	补贴通常是随时都可以享受	必须等待活动开始的时间才能享受到特定商品的补贴	折扣有时间限制
搜索功能	有，专为“百亿补贴”页面内的补贴商品而设计	有，专为“百亿补贴”页面内的补贴商品而设计	没有
类目和数量	类目和补贴商品数量比阿里巴巴少	类目和补贴商品数量最多	类目和补贴商品数量最少

资料来源：第一上海整理

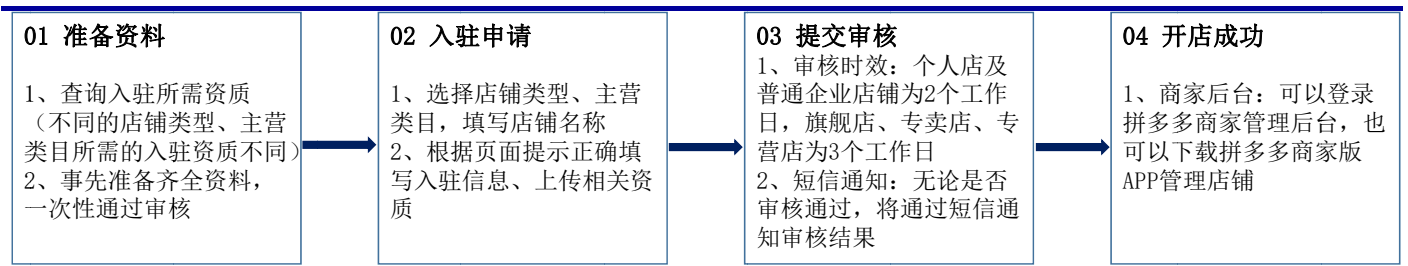
商家端拆解分析

从商家端使用来说，拼多多的开店流程设计相对于淘宝更简洁和快捷，所提供的资质和信息更加简单。个人店仅需要身份证照片，个体工商户还需营业执照；企业店主要需提供管理人、法人身份证照片、企业三证和品牌资质等相关信息。入驻门槛低，容易吸引商户入驻，特别针对业务简单，想花较少运营成本和快速出货的商家。

大多数商家对于拼多多的定位不是精心专营这一个店铺，而是提供给商家一个工具，可以拼单、走量和甩尾货，例如商家常开通拼多多店铺发送商品的拼单链接到日常维护的微信群，因此拼多多平台商户入驻审核的时效性和效率要求较高。相比于美团上被动接受流量分配，拼多多能够调动小型商家主观能动性，主动维护运营店铺。

由于拼多多的最初的目标商户是被淘宝、京东训练过抛弃的、新创业者和城市的新无产者，要安放这些低端供应链群体，则需要更低的入驻门槛和更简单的入驻流程，这一设计也帮助拼多多快速积累商家入驻，扩大平台影响力和口碑。拼多多平台活跃商户数量到2018年底已达360万，较2018年3月31日的约100万活跃商家增加260万。

图表 28：拼多多商家入驻流程



资料来源：拼多多官网，第一上海整理

图表 29：商家入驻资料界面

店铺信息

- *店铺名称: 请输入店铺名称 (0/30) 取店名的时候需要注意什么?
- *设置密码: 请输入密码
- *确认密码: 请重新输入密码
- *主营类目: 请选择主营类目 不知道选择什么类目?

开店人基本信息 (暂时只支持中国大陆居民身份证)

- *上传证件: 电脑上传 / 微信上传
- 身份证件像: 选择文件 / 截图(Alt + A)

选填信息

资料来源：拼多多官网

图表 30：企业商家入驻资料界面

企业信息 (暂时只支持境内企业入驻)

- *主营类目: 请选择主营类目 不知道选择什么类目?
- *是否三证合一: 是 / 否
- *营业执照: 点击上传 查看示例
- *公司名称: 请输入公司名称 (0/64)
- *统一社会信用代码: 请输入91或者93开头的18位组织机构代码大写英文字母 (0/18) 查看示例
- *公司经营地址: 请选择公司经营市区地址 / 请填写营业执照上的地址 (0/250)

法人信息

- 证件类型: 中国大陆居民身份证 / 境外证件
- *法定代理人手机号: 境内 / 请输入代理人手机号 (0/11)
- *上传证件: 电脑上传 / 微信上传
- 身份证件像: 选择文件

资料来源：拼多多官网

在商家运营成本和费用方面，拼多多一直对商家商品的销售额不收取任何提点，入驻及发布产品时均不需要支付保证金。但在缴存足额店铺保证金之前，店铺将受到活动、提现和发布商品货值及库存限额等限制。个人店铺虚拟类目保证金为 10000 元，其他各类目的店铺保证金均为 2000 元；企业店铺虚拟类目保证金 10000 元，其他各类目的店铺保证金均为 1000 元，较低的运营成本和从不商家分走一杯羹的策略给了商家更多动力去提升店铺销售额。平台会根据商户上个自然月的销售情况对其店铺保证金进行调整，但该保证金占用商家资金仍较低。

图表 31：拼多多商家保证金标准

上个自然月销售额 (x)	保证金标准
x > 500,000	10,000
100,000 < x ≤ 500,000	5,000
50,000 < x ≤ 100,000	2,000

资料来源：拼多多官网

相比淘宝，商家的运营成本在拼多多更低，表现为：1、商家在淘宝需向天猫购买运营数据，拼多多的运营数据由第三方数据平台提供，无需向拼多多支付；2、旺铺装修费、服务费与商品图片拍摄费用与淘宝共用，不计算在拼多多运营费用中；3、流量成本淘宝较高，天猫会收取卖家 2.5% 的抽佣，而拼多多不收取。

正因为赋能商家，商家的快速增长及商家销售额的提升推动平台 GMV 的快速扩大，2017 年初，拼多多月 GMV20 亿；而同年底，月均 GMV 增长为 100 亿；截至 2018 年 2 月，拼多多月 GMV 将近 400 亿。京东的电商业务用了 6 年的时间，年 GMV 超过 100 亿，成立于 2015 年的拼多多，只用了两年多的时间完成了京东 6 年走过的路。

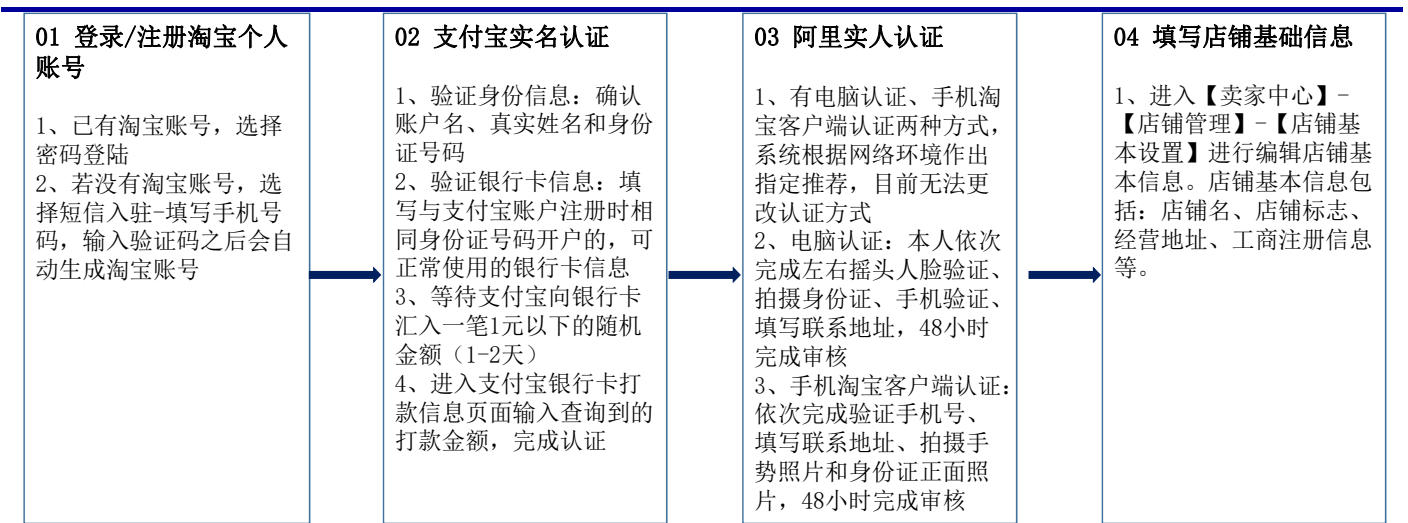
淘宝商家入驻流程

相比于拼多多开店流程，淘宝商家开店需要更多的流程和更长的时间。淘宝对于卖家的真实性和企业负责人的相关信息更加重视，具体体现在以下方面：

- 1、淘宝商家需要先申请淘宝个人账户或淘宝企业账户，拼多多是直接进入店铺和个人信息登记；
- 2、淘宝商家需要完成支付宝实名认证和阿里实人认证，同时增加了银行卡的归属人确认，使得审核时间延长；
- 3、淘宝对于企业的资质审核和企业负责人的信息审核更加细致，但是也带来更繁琐的申请流程，使得企业开店效率降低。

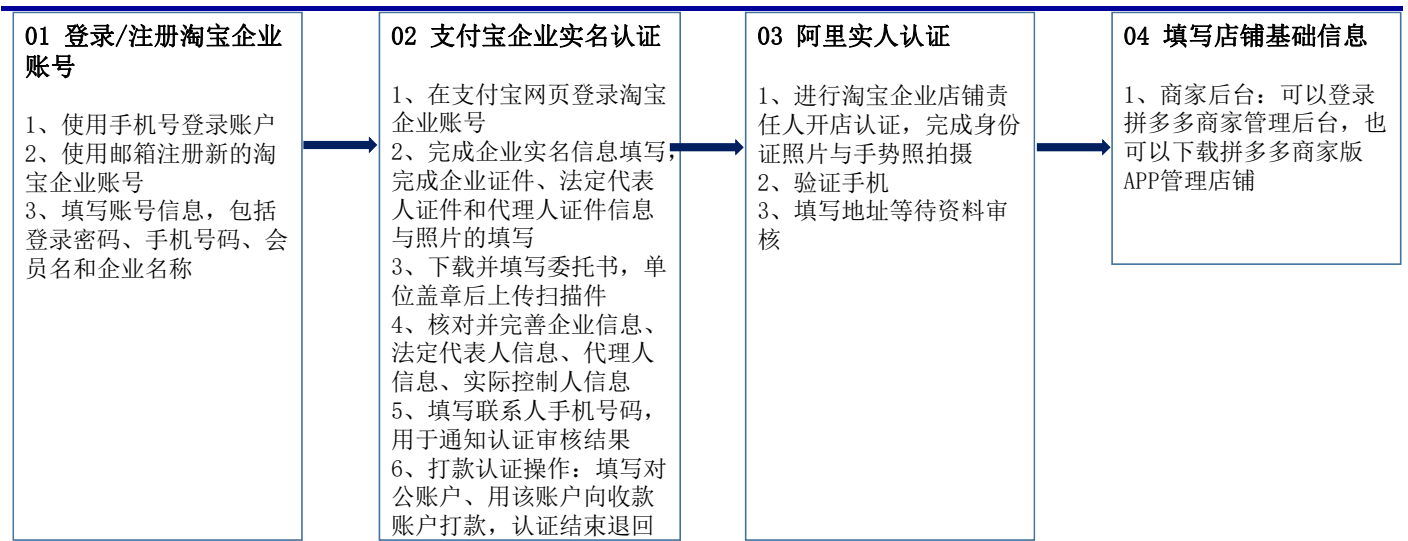
该入驻流程也符合淘宝目前的电商市场定位，已经拥有海量商户入驻的平台更需要重视店铺的质量和合规性，这与淘宝整体品牌化趋势的形象相匹配。但也让小型商户入驻更加困难，为拼多多的低端市场崛起腾出空间。

图表 32：天猫淘宝个人商户入驻流程



资料来源：天猫淘宝，第一上海整理

图表 33：天猫淘宝企业商户入驻流程



资料来源：天猫淘宝，第一上海整理

淘宝商家开店所需支付的费用：1、保证金：普通类目的保证金是 1000 元，但也有类目保证金 3000 甚至上，决定不开店时淘宝予以退还；2、可选费用：支付旺铺费来进行店面的装修，后期需要打折软件、数据分析软件等提高运营效率，价格在几百到几千元不等。3、图片花费：购买或租用设备，还有可能需要请专人拍摄、请模特以提高商品的主图和详情页图片质量。4、推广营销费用：开直通车、钻展，或者淘客推广等活动需要支付推广费用。

DSR（卖家评分系统）

商家入驻后，平台对商家制定了考核机制，以优化平台社区氛围，其中最关键的就是 DSR(Detail Seller Rating)——店铺的动态评分体系，这是衡量店铺服务水平的最重要指标。DSR 描述的是顾客对店铺的综合反馈，从商品、服务和物流三个维度包括了描述相符、物流服务和服务质量三项评分。DSR 的得分会影响店铺获得的搜索流量，店铺可以参与的平台活动等运营体验。

拼多多的 DSR 店铺评分为每项店铺评分取近 90 天内所有买家给予评分的算术平均值；在收货 15 天之内自愿给商品评价的分数，才会被计入 DSR 评分中。查看 DSR 相关数据，可以看到店铺的 DSR 评分在同行中大致处于什么位置。如“高于同行 69%”等内容。

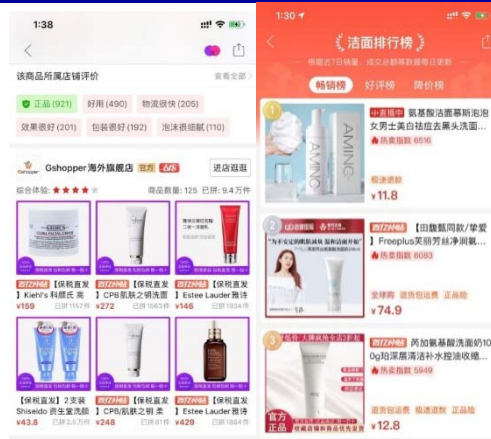
DSR 动态评分系统对于平台和商家各有以下意义：

从平台的角度来看：1、DSR 是平台对店铺买家的购物体验 and 满意度进行的量化数据考核，具有标准统一和公平的优势，利于平台维护一个健康和良好的运营氛围；2、通过不同的 DSR 分数和等级，平台有依据分配给店铺和产品不同的扶持和好处，鼓励优质的店铺发展；3、DSR 评分低的店铺被限制参与平台的各种促销活动，这些活动可以提升店铺商品曝光率、积累新老客户、提升新品销量等，评分体系利于形成店铺间的良性竞争。

从买家的角度来看：DSR 评分体系对于用户决策异常关键，DAR 评分高的店铺往往受到更多买家的认可，消费者试错成本更低，因此飘绿店铺的转化率明显是要低于飘红店铺的，飘红店铺转化率高，淘宝给予的流量更多，容易形成良性循环。

榜单销售排名：除了 DSR 评分体系，拼多多推出了商品榜单销售排名，这也是消费者考量店铺和商品的重要依据，大多数类目的产品均有榜单排名，榜单分为畅销榜、好评榜和降价榜。畅销榜根据近 7 日销量，成交总额等数据每日更新，好评榜根据近 7 日好评质量、好评率等数据每日更新，降价榜根据近 7 日商品降价幅度，成交量等数据每日更新。针对不同用户关注商品的维度不同来引导用户更高效地消费，这是比综合评分更直观的产品排名，因而可以为店铺带来更高的转化率。

图表 34：卖家评分体现在用户 UI 和排行榜



资料来源：拼多多 App

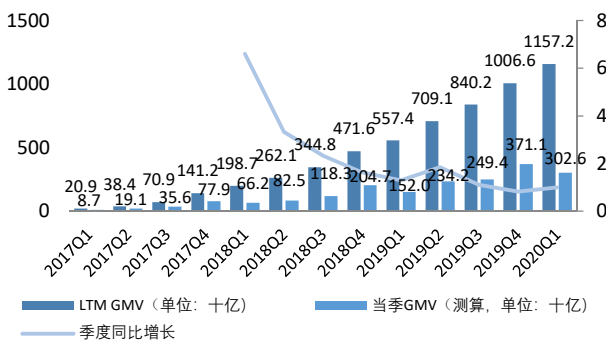
经营、财务和成本分析

GMV：双驱动力推动年度 GMV 保持高增长：

年度客单价不断增加叠加活跃买家数的强劲增长，双驱动力推动累计 12 个月 GMV 不断提高，2020Q1 达到 1.157 万亿。分单季度来看，2019Q2 主要由于百亿补贴推出，对从低端到高端全品类商品进行低价补贴，季度 GMV 同比增速明显扩大。2020Q1 单季 GMV 达到 3026 亿元，同比增长 99%，环比因疫情和季节因素下降 18%，但小于 1Q19 季比降幅(26%)，整体销售环境改善。

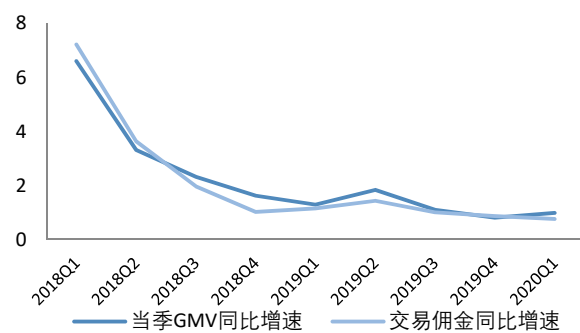
剔除因疫情原因物流停摆导致商家无法发货的部分，我们认为公司的实际 GMV 依然有较高的增长，主要原因：1) 公司的交易佣金收入同比增长 76%，由于 2020Q1 公司未对交易佣金结构做出调整，参考历史趋势，这一指标可视作与 GMV 同趋势变动，即可以大致反映出真实 GMV 增长情况；2) 疫情只影响了 2 月和 3 月初，到 3 月中旬时，物流配送大幅复苏，日均在途物流包裹数已同比增长 60%；3) 疫情加速了人们从线下购物转移至线上的进程，在后疫情时代有网购需求的爆发。由于这种线上购物的认知不可逆，我们认为 Q1 训练出的新用户（如老年群体）在之后季度继续贡献 GMV 增量。

图表 35：LTM GMV 和当季 GMV 及其同比增速



资料来源：公司财报，第一上海整理

图表 36：公司季度交易佣金收入和 GMV 同比增速

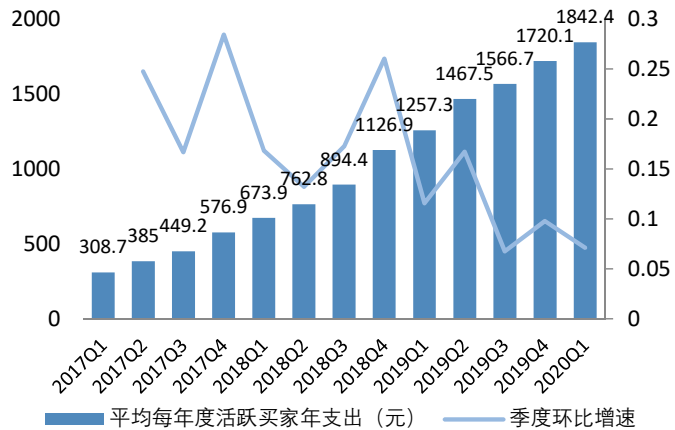


资料来源：公司财报，第一上海整理

GMV Per Buyer

拼多多社交电商的模式和拼购的特点决定其具有较高的转化率和买家购买频次，拼多多年度客单价环比均录得增长，截至 2020Q1，平均每年度活跃买家年支出达到 1,842 元，环比增长 7%。由于平台低价商品占主导，因此客单价低于淘宝和京东，但是在引入更多品牌入驻，百亿补贴主打中高端消费品的策略下，其客单价有望持续提升。对于低客单价的商品，拼多多继续发挥社交电商的作用，利用熟人链提高转化率和购买频次；对于高客单价商品，与国美合作的例子中，有以下因素促进转化率进而提高客单价：1、品牌背书的基础上有价格优势；2、更好的物流服务和售后保障；3、在平台上提供更差异化和定制化的商品。

图表 37: LTM 客单价及环比增速



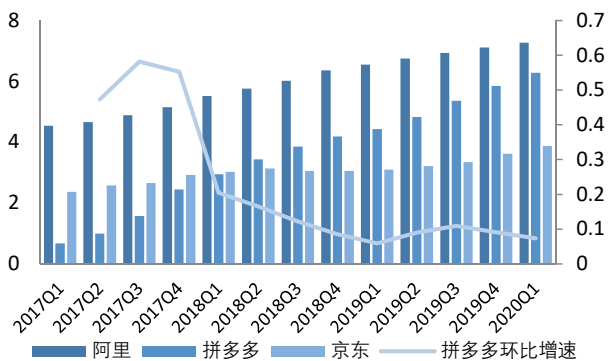
资料来源: 公司财报, 第一上海整理

LTM 活跃买家数

得益于持续提供物有所值的产品和有趣的互动购物体验, 利用社交网络和口碑传播病毒式营销, 并积极开展线上线下营销和品牌推广活动, 拼多多持续吸引新买家的效率高于同行, 活跃买家数量在短期迅速扩大。2020Q1, 公司年度活跃买家数达到 6.28 亿, 与阿里的活跃买家数差距小于 1 亿; 季度同比净增 0.43 亿, 领先于阿里净增的 0.15 亿和京东净增的 0.25 亿。年度活跃用户数由于补贴营销活动的持续推广, 在用户基数较大的情况下, 仍然能保持高个位数值环比增长。

我们预计公司和阿里的用户会呈现更高的重合度, 因此在维持高活跃度的策略上, 公司重视对存量用户的运营。例如营销和补贴活动新老用户均可得到优惠, 如加大百亿补贴投入力度, 用更有优势的价格和高品质商品培养买家对公司品牌的认知度和信任度, 提升黏性。相比新用户, 老用户更依赖平台, 也认可平台给他们带来的价值, 会不断通过转发、拼团等社交链条进行传播和分享, 让更多用户自发加入, 因此老用户在活跃买家中占据重要地位。

图表 38: 三家电商平台 LTM 活跃买家数及拼多多环比增速



资料来源: 拼多多、阿里巴巴和京东财报, 第一上海整理

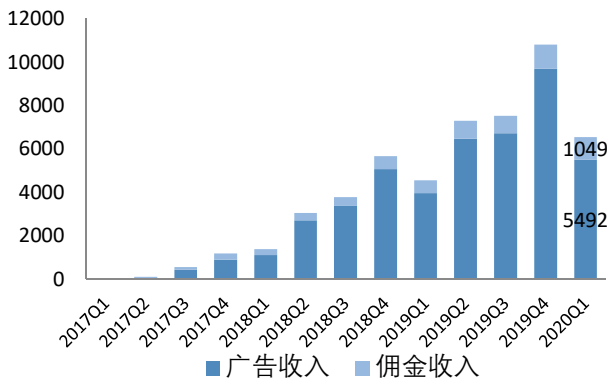
收入

公司目前的收入分为两部分，一部分是来自商家在平台的营销支出，即广告费收入；另一部分则是交易佣金。我们认为交易佣金目前主要覆盖的是来自支付渠道的支付成本。

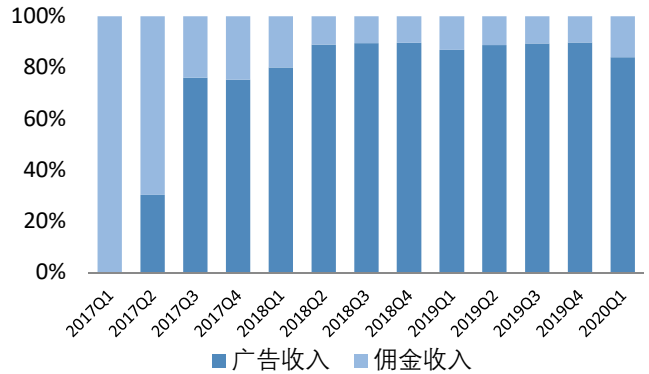
总体收入呈现一定的季节性，Q1 是销售淡季，Q2 和 Q4 分别有 618 和双十一电商大促活动，收入表现良好，Q3 因为国庆节外出旅游等因素驱动与 Q2 表现平稳，整体收入呈现季度同比不断增长的趋势。2017Q1 公司的业务是自营模式，因此没有广告收入。上市后交易佣金收入占总收入的比例维持在 10%以上一点的水平，2020Q1 因为疫情的影响，广告收入表现相对较弱，但总收入因为 GMV 驱动仍然超市场预期。2020Q1，公司广告收入为 55 亿元，占总营收 84%，比重减小；佣金收入为 10 亿元，占总营收 16%，比重增大，意味着广告收入增速小于佣金收入。

广告收入的增速低于佣金收入，一方面大环境下，由于一季度新年放假的原因是广告投放淡季，加上疫情影响许多中小商户缩减预算，广告收入收窄；另一方面公司主动决策，帮助商家应对疫情影响，公司给了大量商户广告政策的优化和支持，以及对销售医疗物资的商家给予免费的流量倾斜。在疫情得到稳定后，商户陆续恢复营销服务需求，公司将继续通过改进推荐功能，开发创新的营销服务以及改进商户可用的衡量工具等手段来提高其在线市场服务的价值，我们预计广告收入将快速反弹。

图表 39：各季度收入及收入组成（单位：百万）



图表 40：各收入组成占总收入比重



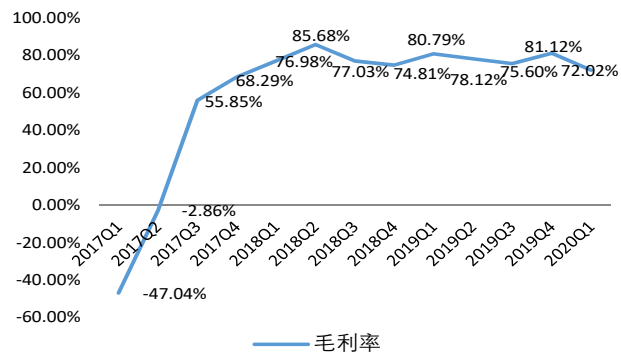
资料来源：公司财报，第一上海整理

资料来源：公司财报，第一上海整理

毛利率

毛利率在公司业务稳定后，均维持在 80%左右的水平。主营业务成本主要包括第三方支付处理费用、带宽和服务器成本以及企业员工成本。随着业务的发展并吸引更多买家和商家使用平台，预计主营业务成本将继续增加。但由于平台的市场模型存在显著的运营杠杆，运营成本的增速小于 GMV 的增速，有利于公司实现结构性成本节约和规模经济，预计公司毛利率将呈现稳中有升的趋势。2020Q1，公司毛利率为 72%，同比和季比均下降 9 个百分点，主要由于直播服务的全面铺开，导致云服务成本上涨；此外也有疫情期间平台对商家少收广告费等扶持对收入端的一次性影响降低了毛利率。

图表 41：公司历史毛利率水平



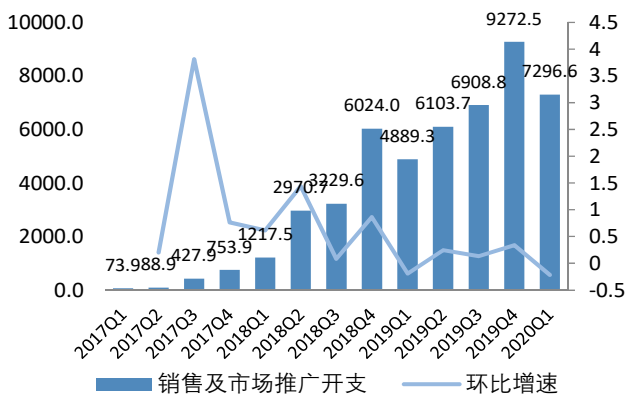
资料来源：公司财报，第一上海整理

营销费用

营销费用依然呈现明显的季节性，Q2 和 Q4 环比增速明显提升，主要因为 618 和双十一电商购物节竞争较激烈，需要以力度更大的促销活动和补贴来推动业绩，Q1 营销淡季费用明显回落。此外，营销支出的增速变化趋于平稳，说明公司掌控营销支出的能力增强，能够平滑营销支出进度，不会因为突然增大或减小补贴力度而降低用户的粘性。

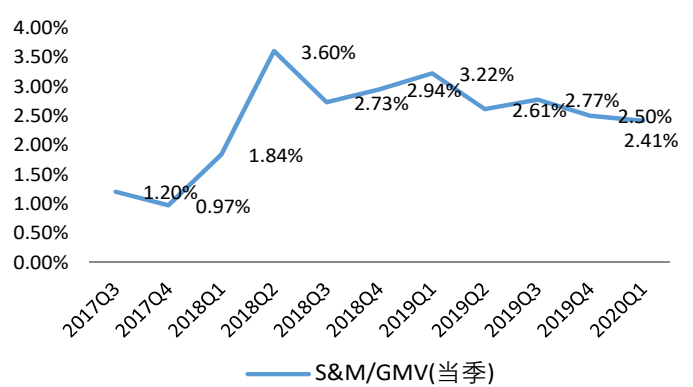
营销费用与 GMV 的比值逐渐减小，2019Q1 达到 3.22%，刺激用户下单的营销成本占比达到峰值。推出百亿补贴后，用最直接的降价方式使用用户受益，尽管营销成本同比呈不断上升趋势，但撬动 GMV 增长的成本效率变高。

图表 42：营销费用及环比增速



资料来源：公司财报，第一上海整理

图表 43：S&M/GMV（测算，当季）

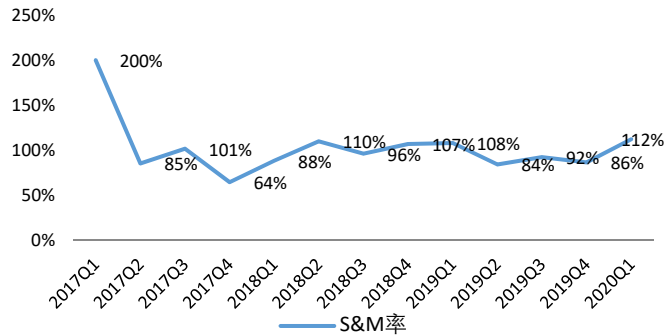


资料来源：公司财报，第一上海整理

营销效率：S&M 率

我们使用 S&M 费用与收入的比值表示 S&M 率，该比值越低表示营销费用撬动企业货币化的效率越高。在 2019Q1 百亿补贴推出前，市场营销推广费用连续四个季度接近或超过总收入，其推广效率较低。百亿补贴活动推出后，营销费用对于企业变现的效率有明显改善，S&M 率在 90%左右波动；2020Q1，公司 S&M 费用投放改变了前一季度相对遏制的风格，同比增长了 49%至 73 亿元，S&M 率达到 112%。公司在疫情期间加大了 S&M 的投入，一方面是对某些品类加大补贴力度，让用户在特殊时期可以更切合感受到拼多多的价值，另一方面帮助商家更好的渡过难关。通过进一步降低商家营销费用，如降低商家的补贴承担比例来减小商家的负担，推动了平台生态的健康和平衡发展。

图表 44：公司历史销售费用/GMV

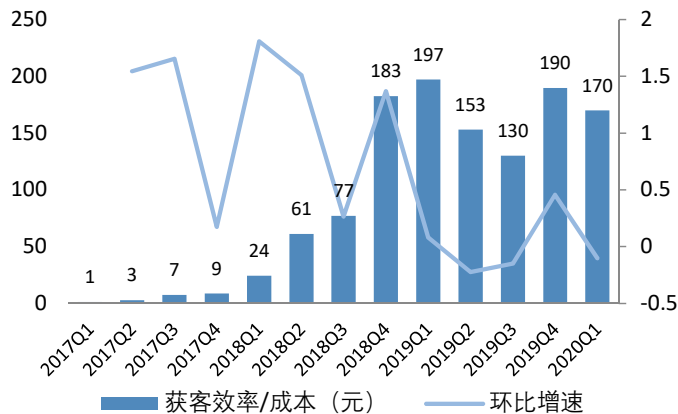


资料来源：公司财报，第一上海整理

获客成本

我们使用 S&M 费用与新增买家数的比值，粗略估算拼多多的获客成本。在 2019Q2 百亿补贴推出之前，随着流量红利的消失，拼多多的获客成本不断高企，在 2019Q1 达到单客成本 197 元的峰值。拼多多创新推出百亿补贴后，吸引了大量中高端市场用户，同时低端市场用户得以维系，拼多多的获客逐渐降低。但到了 2019Q4，上升至 190 元，我们推测是因为四季度是电商的大促集中时段，竞争对手尤其是天猫的促销活动多、促销力度大，对拼多多产生一定的分流作用，使得获客成本变高。2020Q1 成本降低至 170 元，同比下降 14%，环比下降 10%，获客效率提升，且低于京东的 176 元（阿里因 S&M 投放包含阿里云、数字内容等多个领域，因此不在此对比）。我们预计随着百亿补贴的持续进行和品牌影响力的不断扩大，拼多多获客成本相比竞争对手将有优势。

图表 45：公司历史获客成本及环比增速

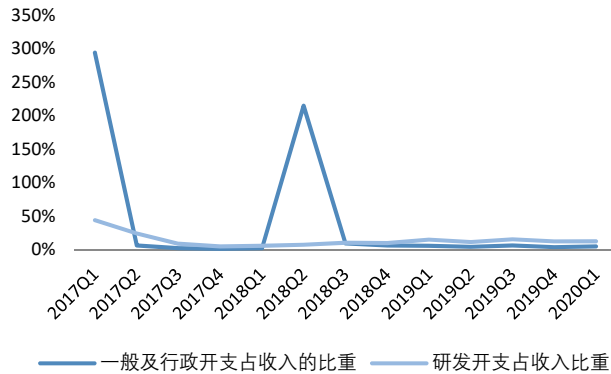


资料来源：公司财报，第一上海整理

行政及研发开支

行政开支和研发开支占收入的比重趋于平稳，一般及行政开支占收入比重在 4.5%左右，研发开支占收入比重在 12%左右波动，2018Q2 一般及行政开支增大是由于上市一次性费用导致。公司对于行政开支和研发开支的把控能力较强，我们认为行政开支会随着公司规模经济效应有少量下降的空间，研发开支由于公司产品的不断迭代等创新活动而占收入的比重相对固定。

图表 46：行政开支及研发开支占收入的比重



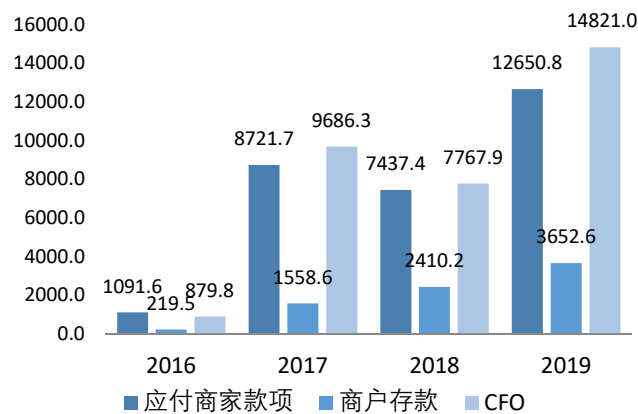
资料来源：公司财报，第一上海整理

现金流

经上文分析，百亿补贴的推出在营销层面是有效的，明显改善了公司的经营情况和推广效率，但是市场对拼多多的补贴能否持续下去和公司的现金流情况仍有担心。经过财务模型拆解，我们认为，公司的经营活动现金流主要由应付商家的款项和商户存款所贡献，而这两项现金流具有持续性，主要原因：

- (1) 随着品牌不断被认可，入驻的商家将不断增加，商家缴纳的保证金和未提现款项将持续增加，且商家只要不终止经营，平台的现金流风险将很低；
- (2) 随着平台和商家合作的深入，将形成平台与商家共进退的深度绑定模式，且平台的补贴政策对商家极有利，可得到商家的支持；
- (3) 正如黄峥所说，拼多多具备随时盈利的能力，但是其将益处重新分配给商家和用户，在社会促进公平和缩小贫富差距等方面发挥巨大价值，将得到用户和商家的支持和认可，现金流风险较低。

图表 47：经营活动现金流



资料来源：公司财报，第一上海整理

主要指标预测与估值

综合分析，和总结分析结果与观点，我们长期看好公司的价值。拼多多是一家拥有广阔未来，值得长期跟踪和投资的公司。因此，为了更好地跟踪以及衡量公司的当下的运营、财务和估值水平，我们针对一些关键的运营和财务数据提出假设和预测，并在此基础上对公司未来三年的财务表现进行预测。

GMV、用户数与变现率

拼多多作为电商平台，展现到财报匹配的核心指标为用户数、GMV 以及变现率。用户数和平均用户 GMV 的乘积构成平台的总 GMV，GMV 和变现率的乘积构成收入。截至 2020Q1，公司的年度活跃消费者数为 6.28 亿。根据报告的分析，拼多多用户群体，目前是以低线向高线进行渗透，考虑到高线城市用户的电商教育相对成型，以及微信构成的高天花板，**从定性上看，我们预期平台的 LTM 消费者用户在未来两年内仍能够保持高速增长。**在具体消费者用户上，**我们主要的预测逻辑是根据转化率，从季度 MAU 向季度消费者转化，并构成该季度的消费者数量。**和一般的转化率不同的是，MAU 到季度消费者的转化指标为拉新性质的指标，这也避免了四个季度消费者到 LTM 之间的重复计算。

需要明确说明的是，对于电商平台，净增 MAU 的构成中，老用户复购的持续增强也将拉升 MAU 净增持续上升，而据我们草根调研，包含复购和新用户的转化率大约在 30%左右。因此，我们参考该数值，以及季度同比净增 MAU 和季度平均净增消费者之间的转化率历史表现，假设该转化率的平均水平在未来能够稳定在 23%，同时我们预计 2020 年 Q2-Q4、2021 年和 2022 年的平均 MAU 增长率分别问 45%左右、35%左右和 20%左右。并由此计算得出 LTM 活跃消费者在截至 2020Q4、2021Q4 和 2022Q4 分别为 7.3 亿、8.7 亿和 9.3 亿。

在 LTM 人均 GMV 上，根据报告的分析，得益于非常有效的运营策略，**公司平台处于双边网络效应的上升期，我们预计人均 GMV 也将伴随商家入驻量的增加、SKU 的增加、以及活跃消费者和复购的增加而持续上升。**同时，考虑到 2020 年疫情影响，**国内厂家出口转内销的需求大幅增加，通过平台出货的需求大幅增加。**我们预计，2020 年 Q2-Q4、2021 年和 2022 年的平均 MAU 增长率分别问 46%左右、33%左右和 20%左右。并由此得出，平台总 GMV 在截至 2020Q4、2021Q4 和 2022Q4 预计分别为 1.8 万亿、2.8 亿和 3.7 万亿元人民币。

拼多多平台的变现率主要来自于两部分，即广告变现率和交易佣金。交易佣金部分，根据历史记录以及报告中对公司策略的研究，我们认为交易佣金主要为覆盖微信支付所需成本，可以假设长期维持在历史记录水平，直到微信支付对于费率出现大幅调整。因此，我们预计并假设，交易佣金部分的变现率长期维持在 0.35%左右。

广告变现率主要取决于两点：（1）平台的流量供给相较于商家是否充足（2）平台对于广告的整体定价机制和水平。根据本篇报告的分析，我们认为，目前平台的消费者流量红利增长远高于 GMV 的增长。根据我们的草根调研显示，对于腰部和长尾商家，拼多多平台的边际投放成本相对较低。对于大品牌商家而言，由于天猫和京东的平台天然性质，其投放的边际成本相对 PDD 持平或略低。我们认为，随着拼多多平台商家入驻的持续上升，流量释放的放缓，整个腰部和长尾商家的边际投放成本也将逐步上升。因此，我们预测，广告的变现率在 2020、2021 和 2022 年底讲分别达到 2.63%，2.65%和 2.66%。

收入、成本与现金流

在成本方面，我们预期公司的补贴和促销策略所具备的杠杆效应持续有效，因此，

我们预计在 2021 年后，销售费用的增速将逐渐低于 GMV 增速，销售费用占 GMV 比重将逐步下滑。考虑到销售费用变动是目前财务亏损的主要原因。我们预期 2021 年下半年公司有望实现经调整经营利润扭亏为盈。

现金流方面，正如报告中所阐述的，由于商家结算账期的特点，电商平台具有极强的现金流特征，我们预期在未来公司的经营现金流将持续为正，并随着平台的 GMV 扩大而不断增长，并在利润转正之后加速提升。资本投入方面则主要以无形资产的技术研发投入为主，通过投入研发不断提高平台的匹配效率、分析特征，以及提高商家端和用户端的使用体验。

综合分析，我们预测公司在 2020 年、2021 年和 2022 年分别录得收入 409 亿元、720 亿元和 980 亿元人民币，经营利润/（亏损）预测分别为 85 亿元亏损，11 亿元亏损和 58 亿元人民币盈利。

估值方法

估值方面，综合分析，考虑到公司处在双边网络效应的高速上升阶段，GMV 和用户数均在高速增长，在策略层面，则采取平台产生收入再投放至平台的刺激策略。我们认为拼多多在目前所采取的策略是有效且正确的。因此，我们对于公司目前阶段的估值，相较于现金流、利润和收入方面的估值，根据 GMV 指标来进行估值更能体现。采用 P/GMV 的估值方法，并参照可比标的测算估值标准，予以 0.4 倍 P/GMV 估值，并参考 DCF 估值法进行佐证和调整。

总结分析，目标价 90 美元，予以买入评级

综合本篇报告所有章节的分析，我们的观点可以概括如下：

（1）**拼多多现在所处的电商环境是一个线上化加速、零售模式在演变、随着技术和社会基础设施的提升**，包括直播电商的引入，以及之后 C2M，电商格局处在同时具备红利和高度竞争抢占流量和 GMV 的阶段。通过对平台和产品的分析，我们认为拼多多有能力抓住红利，并能够在未来的电商格局中，以高于竞对的增速获得份额、用户数和粘性。

（2）**社交资源网仍然是国内最大且最有转化效率的线上资源**，通过微信和小程序的运营，再到将社交关系链从微信导出至拼多多主站的拼小圈，我们仍能看到，拼多多平台目前仍拥有非常高的转化率，这也是相较于竞对的巨大优势。这一优势使得拼多多在同竞对进行相互渗透的时候，具备不一样的切入能力。

（3）**平台具备非常强的运营能力**，以及优秀的产品设计和算法匹配能力，这将大幅优化商家端和消费者端在平台的多维度体验。符合管理层关于平台“电商+娱乐”的定位。

（4）**和竞争对手不同，拼多多是最先完成低线市场渗透的电商平台**，转而向高线城市和用户进行渗透。拼多多一定程度上已经率先完成了低线城市和乡镇用户的电商普及，以及农贸上线的社会化价值。对于后续向逐级高线的用户渗透而言，我们看好拼多多通过“电商+娱乐”的定位，发挥“货找人”的模式优势，为用户提供更好的消费体验，持续获得高线用户，并提高用户消费单价。

在分析的基础之上，在本篇报告的投资价值一节中，阐述了我们从空间和时间两个维度四个角度来看公司的投资价值。我们认为公司在现阶段和长期都具备投资价值。我们根据本篇报告所预测的运营和财务指标，以及 0.4 倍 P/GMV 的估值方法，计算得出每股 ADS 价格为 90 美元，较上一收盘价有 26% 的上升空间，首次覆盖并予以买入评级。

图表 48: P/GMV 估值方法结果

	2020E	2021E	2022E
GMV (百万)	1,822,475	2,822,632	3,740,642
预计LTM活跃消费者数	731	871	961
预计收入 (百万)	40,866	71,975	98,083
预计经营利润/ (亏损) (百万)	(5,175)	4,880	14,507
估值中枢	P/GMV:0.4X		
估值结果 (mn in RMB)	728,990		
RMB/USD汇率	7		
调整后总估值 (百万)	104,141		
摊薄后股份数 (百万)	4,627		
每股目标价 (USD)	23		
ADS换算 (4股=1 ADS)	4		
每股目标价 (美元)	90.0		

资料来源: 第一上海预测

图表 49: DCF 估值方法参考结果

DCF	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
EBIT	(9,612)	(1,894)	5,463	6,283	7,225	8,309	9,555	10,989	12,637	14,533
+ D&A	6,915	10,161	12,435	14,300	16,445	18,912	21,749	25,011	28,763	33,077
+ SBC	4,437	6,774	9,044	10,400	11,960	13,754	15,817	18,190	20,918	24,056
- Capex	27	27	27	27	27	27	27	27	27	27
FCF	1,767	15,068	26,969	31,010	35,658	41,002	47,149	54,217	62,345	71,693
WACC	6%									
Risk-free rate	3%									
Equity Market Premium	11%									
Beta	0.86									
Equity Cost	12.3%									
Longterm Growth	3%			Terminal Multiple		10.24				
Average Debt Cost	3%			Terminal Value		823,848				
总估值	702,178									
每股目标价 (美元)	22									
每股ADS目标价 (美元)	86.7									

资料来源: 第一上海预测

风险因素

1. 中国零售增速和电商线上化增速不及预期。
2. 继续有新的电商平台加入，竞争加剧，导致消费者和商家流失严重。。
3. 平台策略效果瓶颈或不及预期。
4. 继续新技术的出现颠覆现有电商商业模式而公司未能及时布局和转变。

主要财务报表

损益表

<百万人民币>, 财务年度截至<十二月三十一日>

	2018年 实际	2019年 实际	2020年 预测	2021年 预测	2022年 预测
收入	13,120	30,142	51,889	84,677	113,045
毛利	10,215	23,803	40,866	71,975	98,083
销售费用	(13,442)	(27,174)	(41,184)	(59,898)	(75,663)
一般及行政开支	(6,457)	(1,297)	(2,379)	(3,810)	(4,522)
研发费用	(1,116)	(3,870)	(6,915)	(10,161)	(12,435)
经营利润	(10,800)	(8,538)	(9,612)	(1,894)	5,463
财务开支	595	1,605	1,822	1,841	1,841
其他收益/(亏损)	(12)	83	(12)	0	0
税前盈利	(10,217)	(6,996)	(8,540)	(1,149)	5,841
所得税	-	-	0	0	0
净利润/(净亏损)	(10,217)	(6,968)	(8,540)	(1,149)	5,841
少数股东应占利润	-	29	(0)	0	0
本公司股东应占利润	(10,298)	(6,968)	(8,540)	(1,149)	5,841
折旧及摊销	497	638	650	650	651
EBITDA	(11,309)	(9,093)	(10,274)	(2,544)	4,812
增长					
总收入 (%)	652.3%	129.7%	72.1%	63.2%	33.5%
EBITDA (%)	1795.5%	-19.6%	13.0%	-75.2%	-289.1%

资产负债表

<百万人民币>, 财务年度截至<十二月三十一日>

	2018年 实际	2019年 实际	2020年 预测	2021年 预测	2022年 预测
现金	30,540	33,346	44,467	62,805	88,992
应收账款	1,267	3,417	3,167	3,545	4,201
预付款项	954	950	1,045	1,150	1,265
其他流动资产	7,631	35,289	35,289	35,289	35,289
总流动资产	40,391	73,001	83,968	102,789	129,747
固定资产	29	41	48	52	56
无形资产	2,579	1,994	1,365	738	110
长期投资	0	0	0	0	0
银行存款及其他	183	503	503	503	503
总资产	43,182	76,057	86,401	104,599	130,933
应付账款	17,754	31,429	46,393	59,860	71,531
客户预付款和递延收入	191	606	606	606	606
其他短期负债	6,414	13,732	17,653	23,534	32,355
总流动负债	24,359	45,768	64,652	83,999	104,491
可转换债券	0	5,207	5,207	5,207	5,207
其他负债	0	436	436	436	436
总负债	24,359	51,410	70,294	89,642	110,134
少数股东权益	0	0	0	0	0
股东权益	18,823	24,647	16,107	14,957	20,799

财务分析

	2018年 实际	2019年 实际	2020年 预测	2021年 预测	2022年 预测
盈利能力					
毛利率 (%)	77.86%	78.97%	78.76%	85.00%	86.76%
EBITDA 利率 (%)	-86.20%	-30.17%	-19.80%	-3.00%	4.26%
净利率 (%)	-77.87%	-23.12%	-16.46%	-1.36%	5.17%
营运表现					
销售及管理费用/收入 (%)	49.21%	4.30%	4.58%	4.50%	4.00%
实际税率 (%)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
股息支付率 (%)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
应收账款天数	25.0	28.4	23.2	14.5	12.5
应付账款天数	50.4	80.0	69.8	64.6	67.9
财务状况					
总负债/总资产	0.56	0.68	0.81	0.86	0.84
收入/净资产	0.70	1.22	3.22	5.66	5.44
经营性现金流/收入	0.59	0.49	0.23	0.23	0.24
税前盈利对利息倍数	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

现金流量表

<百万人民币>, 财务年度截至<十二月三十一日>

	2018年 实际	2019年 实际	2020年 预测	2021年 预测	2022年 预测
EBITDA	(11,309)	(9,093)	(10,274)	(2,544)	4,812
净融资成本	(52)	(5,872)	245	(538)	(1,969)
营运资金变化	10,723	18,606	19,038	18,865	19,722
所得税	-	-	0	0	0
经营现金流	7,768	14,821	11,885	19,461	27,677
资本开支	(27)	(27)	(27)	(27)	(27)
其他投资活动	(7,521)	(28,292)	0	0	0
投资活动现金流	(7,549)	(28,320)	(27)	(27)	(27)
负债变化	0	788	(738)	(1,096)	(1,463)
股本变化	11,524	8,195	0	0	0
其他	5,821	6,872	0	0	0
融资活动现金流	17,344	15,855	(738)	(1,096)	(1,463)
现金变化	17,564	2,356	11,121	18,338	26,187
期初持有现金	12,429	30,540	33,346	44,467	62,805
汇兑变化	547	450	0	0	0
期末持有现金	30,540	33,346	44,467	62,805	88,992

资料来源: 公司资料, 第一上海预测

第一上海证券有限公司

香港中环德辅道中 71 号
永安集团大厦 19 楼
电话: (852) 2522-2101
传真: (852) 2810-6789

本报告由第一上海证券有限公司(“第一上海”)编制并只作私人一般阅览。未经第一上海书面批准,不得复印、节录,也不得以任何方式引用、转载或传送本报告之任何内容。本报告所载的内容、资料、数据、工具及材料只提供给阁下作参考之用,并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的邀请或要约或构成对任何人的投资建议。阁下不应依赖本报告中的任何内容作出任何投资决定。本报告的内容并未有考虑到个别的投资者的投资取向、财务情况或任何特别需要。阁下应根据本身的投资目标、风险评估、财务及税务状况等因素作出本身的投资决策。

本报告所载资料来自第一上海认为可靠的来源取得,但第一上海不能保证其准确、正确或完整,而第一上海或其关连人仕不会对因使用/参考本报告的任何内容或资料而引致的任何损失而负上任何责任。第一上海或其关连人仕可能会因应不同的假设或因素发出其它与本报告不一致或有不同结论的报告或评论或投资决策。本报告所载内容如有任何更改,第一上海不作另行通知。第一上海或其关连人仕可能会持有本报告内所提及到的证券或投资项目,或提供有关该证券或投资项目的证券服务。

第一上海并不是美国一九三四年修订的证券法(「一九三四年证券法」)或其他有关的美国州政府法例下的注册经纪-交易商。此外,第一上海亦不是美国一九四零年修订的投资顾问法(下简称为「投资顾问法」,「投资顾问法」及「一九三四年证券法」一起简称为「有关法例」)或其他有关的美国州政府法例下的注册投资顾问。在没有获得有关法例特别豁免的情况下,任何由第一上海提供的经纪及投资顾问服务,包括(但不限于)在此档内陈述的内容,皆没有意图提供给美国人。此文件及其复印本均不可传送或被带往美国、在美国分发或提供给美国人。

在若干国家或司法管辖区,分发、发行或使用本报告可能会抵触当地法律、规定或其他注册/发牌的规例。本报告不是旨在向该等国家或司法管辖区的任何人或单位分发或由其使用。