



互联网信息服务

优于大市（首次）

证券分析师

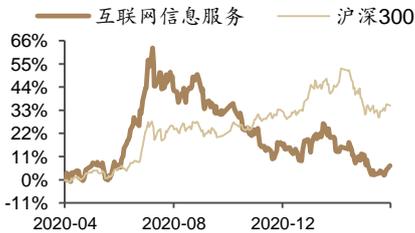
花小伟

资格编号：S0120521020001

邮箱：huaxw@tebon.com.cn

研究助理

市场表现



相关研究

电商行业：复盘拼多多崛起之路

——兼论社交电商崛起的逻辑

投资要点：

- **社交电商崛起主要受益 2015 年后手机、快递下乡战略。**2015 年后智能手机厂商的线下零售网点大幅扩张，2015 年底，华为提出“千县计划”，华为 2016 年覆盖 1000 个县（全国 2100 多个县），2017 年完成全国区域网点覆盖，智能手机的快速覆盖促使下沉市场用户触网，此外，2015 年国家邮政局发布《快递业发展“十三五”规划》，提出到 2020 年基本建设形成覆盖全国的服务网络。截至 2020 年 9 月，全国乡镇快递网点覆盖率超 97%，较 2013 年提升 47%，
- **拼多多主要受益严监管下淘宝京东产能外溢。**通过承接大量中低端白牌制造商，公司平台商品价格远低于主流电商，迎合三四线下沉市场用户的需求。拼团模式叠加低价刺激用户尝鲜、冲动式消费及分享，带动平台复购及用户增长快速提升。
- **下沉市场仍存 3 亿用户空间。**截至 2020 年 9 月，当前快递在乡镇一级覆盖率达 97%，但村一级的覆盖率仅 40%，而村一级人口占总人口比例 50%，国家邮政局规划将在 2023 年完成剩余 60% 的村级快递网点覆盖。按人口比例估算，剔除部分中老年用户（按 20% 老龄化估计），14 亿人口较 2020 年网购用户 7.82 亿，差距为 3.38 亿，近似对应剩余村一级 60% 的人口规模。
- **长期提价空间广阔。**短期来看，拼多多滞后一期的营业成本与货币化率同向变动，反映拼多多具备一定提价能力。维持货币化率稳定主要为品类扩充，吸引中小商家从而提升用户留存。长期来看，参考阿里巴巴，当用户规模接近天花板，平台将开启货币化率提升周期，FY2019 年阿里巴巴货币化率达 3.6%，以阿里巴巴为参考，拼多多仍有至少 0.35% 以上的提价空间，按 2020 年拼多多 GMV 计算，对应 58.37 亿营收增量，按整体毛利率 68% 估算，对应 39.69 亿毛利润增量（2020 年毛利率受自营商品业务拖累，2018-19 年平均毛利率为 78%）。我们预计拼多多将在 2023 年后逐步开启货币化率提升周期，2023 年后收入、利润端有望实现稳健增长。
- **风险提示：**政策监管趋严，新业务拓展不及预期。



内容目录

1. 社交电商崛起逻辑：2015年后手机、快递覆盖率提升，小程序完善获客闭环	4
1.1. 智能手机、快递普及助力下沉市场用户触网	4
1.2. 主流电商先后尝试农村电商，但未跑通商业模式	6
2. 拼多多崛起逻辑：淘系商户外溢，依赖社交团购快速获客	8
2.1. 淘宝、京东打击假货执行过严，大量中小商户迁移	8
2.2. 拼团模式刺激消费者冲动消费	8
3. 未来展望：行业仍存3亿用户增量空间，拼多多具备长期提价能力	12
3.1. 下沉市场仍有3亿用户增长空间，中部地区将成增长主驱动力	12
3.2. 拼多多仍处于增量周期，远期提价空间较大	13
4. 风险提示	14

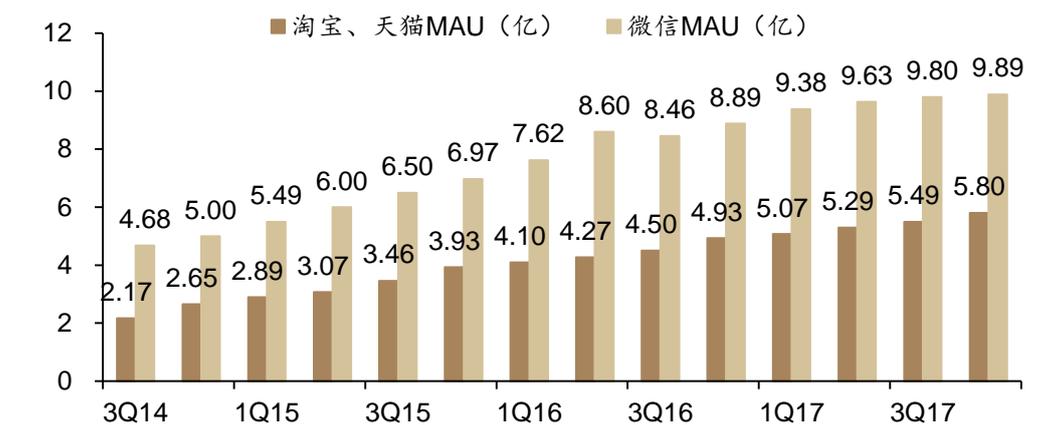
图表目录

图 1: 2014~17 年微信与淘宝、天猫 MAU 由 2.5 亿增长至 4 亿	4
图 2: 2010~19 年中国智能手机出货量 (亿部)	4
图 3: 城乡数字鸿沟显著, 互联网普及率差距在 30% 以上	4
图 4: 中国乡镇快递网点覆盖率 (截至 2020 年 9 月)	5
图 5: 农村淘宝线下推广进程	6
图 6: 2018 年各品类热销商品 Top5 均价	8
图 7: 2018 年各品类热销商品 Top5 均价	8
图 8: 2018 年 44% 的拼多多用户出于便宜、推荐购买商品	9
图 9: 40.9% 的拼多多用户并非需要, 而是由于便宜购买	9
图 10: 2018 年电商平台各城市用户占比	9
图 11: 2018 年电商平台用户学历情况	9
图 12: 拼多多用户消费观偏好折扣商品, 强调性价比消费	9
图 13: 拼多多与快手用户重合度最高	9
图 14: 淘宝、京东用户购物以搜索为主	10
图 15: 拼多多用户重视折扣	10
图 16: 拼多多拼团模式引发社群自发性互动	11
图 17: 自发性互动的平均回应稳定在较高水平	11
图 18: 2019 年来下沉市场用户净增长 (百万) 明显低于电商平台用户增长	12
图 19: 2018-20 年全国电商件快递单价持续下行	12
图 20: 2018-20 年中部地区快递业务量占比持续提升	12
图 21: FY1Q13-1Q17 阿里巴巴国内零售货币化率与用户-GMV 同比	13
图 22: FY2012-20 年阿里巴巴国内零售货币化率与用户-GMV 同比	13
图 23: 2Q18-4Q20 拼多多货币化率与年活用户-GMV 同比	14
图 24: 货币化率 (滞后一期) 与营业成本率同步变化	14

1. 社交电商崛起逻辑：2015年后手机、快递覆盖率提升，小程序完善获客闭环

社交电商的核心价值是与好友共同购物，传统电商则是独自购物。社交电商是通过社交传播寻找移动互联网时代未被传统电商捕获的用户。电商与社交 App MAU 的差异反映部分用户进行网购存在某种障碍，这种障碍为社交电商的发展提供广阔空间。

图 1：2014~17 年微信与淘宝、天猫 MAU 由 2.5 亿增长至 4 亿



资料来源：腾讯控股公告，阿里巴巴集团公告，德邦研究所

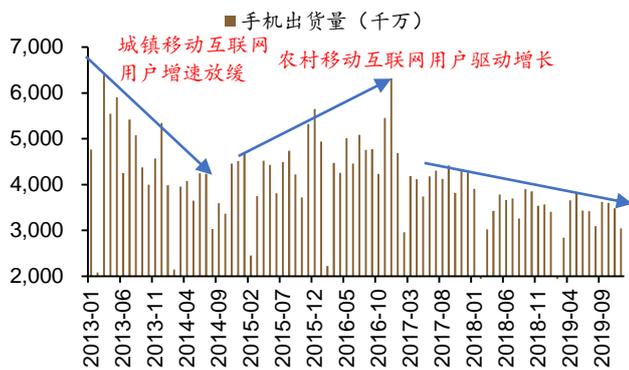
1.1. 智能手机、快递普及助力下沉市场用户触网

智能手机的普及帮助下沉市场用户触网。2007 年智能手机进入中国，据谷歌《中国城市地区智能手机使用情况调研报告》，2011 年中国智能手机普及率达 35%，且当时主要用途为搜索（64%的受访者），目的是进行购买、寻找商户和指引路线。根据公开数据，中国智能手机出货量在 2016 年达到高峰，按照平均 3 年换机周期，人均 1.2 部智能手机假设，中国智能手机用户在 2014 年后突破 8 亿，在 2015~2017 年快速渗透农村。此外，2015 年后智能手机厂商的线下零售网点大幅扩张，2015 年底，华为提出“千县计划”，华为 2016 年覆盖 1000 个县（全国 2100 多个县），2017 年完成全国区域网点覆盖；OPPO、VIVO 等低线城市销量占比超 50%的厂商在 2016 年取得中国智能手机销量第二、第三（华为由于海外出货量占据第一）。因此，2014~2017 年智能手机的普及让农村用户步入移动互联网时代。

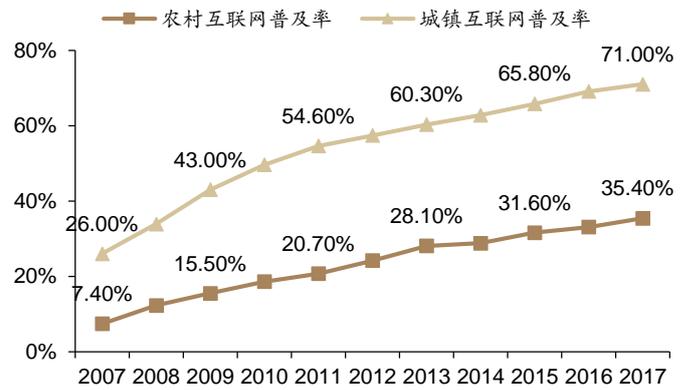
另一个例证来自 CNNIC，2010 年后农村互联网普及率有所加速提升，且农村地区互联网普及工作力度加大，因此在后续几年互联网普及率逐步提升。值得注意的是，农村互联网接入设备中，2015 年有 87.1%的用户通过手机接入互联网，相比 2014 年的 81.9%进一步提升，且占比位居所有设备第一，反映智能手机对于农村接入互联网有所帮助。

图 2：2010~19 年中国智能手机出货量（亿部）

图 3：城乡数字鸿沟显著，互联网普及率差距在 30%以上



资料来源：工业和信息化部，德邦研究所

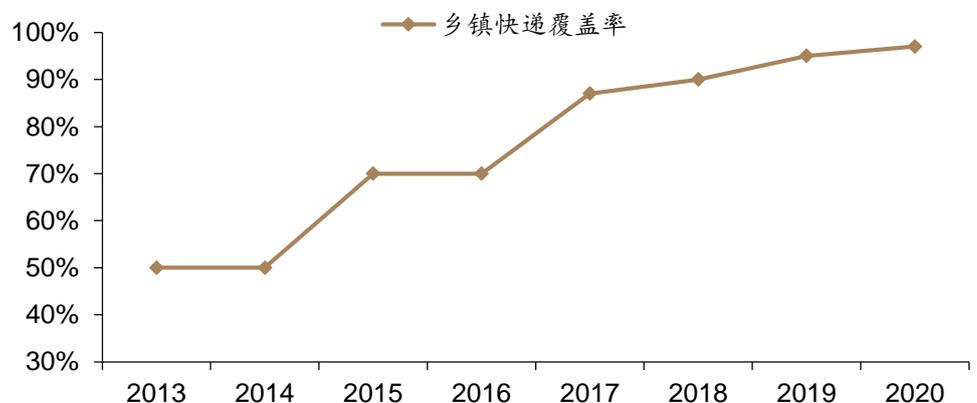


资料来源：CNNIC，德邦研究所

社交电商的崛起源于快递物流等基础设施下沉，电商平台触点延伸至乡镇一级。2010年，第十七届五中全会提出“乡乡设所、村村通邮”；2015年国家邮政局发布《快递业发展“十三五”规划》，提出到2020年基本建设形成覆盖全国、联通国际的服务网络；2018年国务院发布《中共中央国务院关于打赢脱贫攻坚战三年行动的指导意见》，指出电商扶贫网络频道建设。据公开资料，全国快递下乡稳步推进，2014、2016年单年度内乡镇快递网点覆盖率提升幅度大于10%，按全国4.2万乡镇计算，年内覆盖超4200个乡镇。截至2020年9月，全国乡镇快递网点覆盖率超97%，较2013年提升47%，按《第六次人口普查》统计，中国农村乡镇一级人口约2.7亿，2013年至今快递覆盖面扩大约1.3亿人，考虑老龄化等因素，其中《中国农村发展报告2020》测算农村老龄化率约25.3%，“快递下乡”等战略也为电商行业带来亿级的潜在用户。

“快递下乡”攻坚后“快递进村”，三年内有有望实现快递村村通。2020年9月，国家邮政局局长马军胜公开表示“目前快递进村只占到40%左右，今年将瞄准这个目标继续努力，在巩固“快递下乡”、巩固邮政直接通邮的基础上，推进“快递进村”工程，预计将用3年时间解决这一问题”。快递进村的意义在于更深入农村用户，据《第六次人口普查》统计，村一级人口占总人口比例接近50%，即使考虑城镇化率提升，农村仍是一个人口、消费潜力巨大的市场，2020~2023年快递网点将布局剩余60%的村级单位。按人口比例估算，剔除部分中老年用户（按20%老龄化估计），14亿人口较2020年网购用户7.82亿，差距为3.38亿，近似对应剩余村一级60%的人口规模。

图4：中国乡镇快递网点覆盖率（截至2020年9月）



资料来源：国家邮政局，交通运输部，德邦研究所

1.2. 主流电商先后尝试农村电商，但未跑通商业模式

下沉市场被主流电商忽视是伪命题。淘宝多次发布报告关注下沉市场消费潜力：

2013 年淘宝发布《全国县域网购发展报告》，报告指出县域地区的人均网购力量要高于一二线城市，网购需求更旺盛。每 100 元消费中只有 43 元是替代性消费（即从线下消费转到线上消费），而另外 57 元则是刺激性产生的新增消费（若没有网络零售，则不会产生这 57 元的消费）。同时，下沉市场用户对品牌的消费能力可观，报告抽取天猫上的 44 个品牌数据，其中 32 个品牌的县城用户人均购买金额高于一二线城市，其中包括雅诗兰黛、耐克、优衣库、倩碧、vans 等。因此，电商带给下沉市场的不仅仅是更便宜的商品，而是更多样的选择。

2015 年淘宝和第一财经商业数据中心联合发布《中国互联网消费趋势报告》，报告提出“移动电商时代来临”、“消费力往三四级城镇下沉”、“28 岁以下的网购用户高速增长”是三个鲜明的消费特征。

2016 年天猫发布《2016 中国美妆消费趋势报告》，报告指出 2012-15 年，天猫美妆交易笔单价排名前十省份分别为西藏、新疆、青海、北京、内蒙古、甘肃、宁夏、上海、云南、湖北。

主流电商在 2015 年后先后推进农村电商战略。阿里巴巴集团 2015 年提出三大战略，其中包括农村淘宝，提出“未来三到五年内要建立 1000 个县级服务中心和 10 万个村级服务站”。京东大力推进“工业品进村”、“生鲜电商”、“农村金融”三大农村电商战略。苏宁易购计划在 5 年内建立 1 万家农村服务站，深入全国农村。

农村电商战略打法不适应农村。以重运营的阿里巴巴为例，农村淘宝由“中供铁军”孙利军负责。据《阿里巴巴销售铁军的进化、裂变与复制》，村淘项目要落地到县，最初马云的设想是“三年一千个县，并且阿里员工不超过一千人”，但当时业务性质相似的赶集网是 14 个人负责一个县，孙利军试点时成功压缩到 7 个人负责一个县，最终村淘将多数流程标准化，同时外部招募农村合伙人，每月给予 1000 元~2000 元的底薪加上交易佣金。但农村合伙人推广 app 后用户往往会自行下单，只有少部分会通过农村合伙人“代购”，造成合伙人实际上只起到拉新作用，并且村一级单位潜在客群比较有限，整个打法的 ROI 较低。

图 5：农村淘宝线下推广进程



资料来源：农村淘宝官网，德邦研究所

2017 年后淘宝实现从“交易平台”到“社交电商”转型，但外部流量增长遭遇困境。2017 年淘宝通过造物节、淘宝直播、VR 等方式增进购物体验，强调用户与卖家的交互，增强用户在平台的使用时长（Q2 人均时长达 20 分钟），推出“千人千面”提升流量转化率。同时 2015 年后淘宝打击外部导购平台，取消返佣模

式，禁止淘客网站提供优惠券服务等，而淘口令遭微信封杀，因此淘宝在外部新增流量增长趋缓的背景下聚焦转化率提升，客单价提升，采取品牌化等战略，配合直播、千人千面提升转化率保持业务稳健增长。

外部淘客涌向微信，微商热潮兴起。据 CNNIC，微商模式在 2012 年被广泛运用，2015 年达到高峰，微商即通过 1) 公众号；2) 微信群；3) 朋友圈进行营销。2014、2015 年社交网购用户规模达 1.22 亿、1.45 亿，同比增速 19%，高于同期整体网购用户增速。2015 年毒面膜事件引发公众对微商品质关注，此后微商行业逐步规范化，传统品牌入场。

小程序推出后社交电商打法渐趋成熟。微商时代主要通过图文形式向用户展示商品，实质与传统货架电商并无区别，且交易、物流等基础设施并无优势。但平台通过小程序能一站式购物，且内置红包拉新、宝箱领钱、一分抽奖、砍价免费拿、现金签到等等，通过一系列现金、红包激励用户拉新，同时通过推荐“抽纸”等日用快消品（1 分钱购买换取微信关注）短时间内获得大量用户，配合拼团成功、物流信息等二次唤醒用户，社交电商玩法逐渐成熟。

拼多多对社交传播的深刻理解使得其脱颖而出。拼多多 CEO 陈磊曾于 2018 年微信公开课解读小程序，对社交传播有深刻理解：1) 图文结合更直观，小程序分享卡片比公众号文章转发阅读率提升 50%；2) 小程序结合公众号内容、推送、朋友圈联动传播后留存率提升 30%；3) 小程序的服务号提醒，能二次唤醒用户。我们认为拼多多凭借对于小程序及社交传播的深刻认识，在业务发展初期充分享受流量红利，并实现用户规模、交易额的指数增长。

因此，社交电商的崛起实质是由于：

1) 2014 年后智能手机快速普及带动下沉市场数亿新增用户，同时国家“快递下乡”行动确保电商履约能力覆盖面扩大至乡镇一级；

2) 淘宝、京东等主流电商战略上重视过农村电商，且投入重金参与地面作战，但收效甚微，地面网点除一次性获客外缺乏新模式，此后战略重心转型提升客单价及转化率；

3) 淘宝封杀外部返佣平台后大量淘客涌入微信，但微商行业实质上是传统货架电商搬到微信平台而已；

4) 小程序出现后大量玩法得到激活，通过现金、红包激励刺激社交传播的社交电商模式得以跑通。

2. 拼多多崛起逻辑：淘系商户外溢，依赖社交团购快速获客

2.1. 淘宝、京东打击假货执行过严，大量中小商户迁移

假货问题频发引发舆论关注，主流电商着力清退商家。淘宝自集团上市后受假货争议，在 2015 年与工商管理局舆论战中工商总局网监司发布的商品监测结果称淘宝正品率只有 37%，事后阿里巴巴集团与工商总局共同声明打击盗版侵权。2016~2017 年淘宝自行查封关闭 18、24 万家店铺。京东由于无法杜绝 C2C 模式下的假货问题，自 2015 年底停止提供相应服务，并于 2014 年 4 月起彻底关闭拍拍网。在清退假货商家过程中，存在规则模糊的情况，例如许多商品仿冒品牌，但品质不存在安全问题，这部分商家也被大量清退。主流电商清退的商家流向其他电商平台，为其奠定了发展的基础。

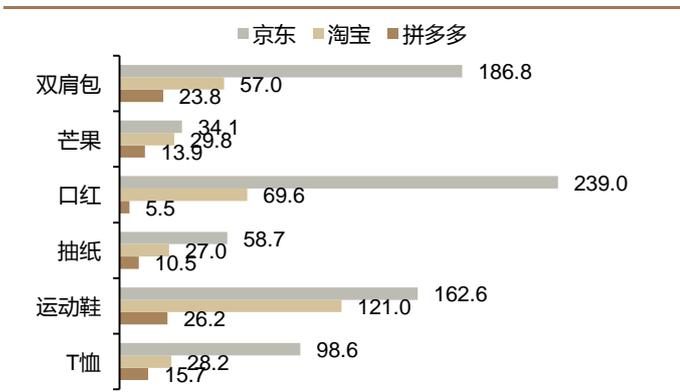
拼多多关注低消费人群，主流电商下沉遇阻后拥抱消费升级。通过承接大量中低端白牌制造商，拼多多平台商品价格远低于主流电商。低价迎合了三四线下沉市场用户的需求，而主流电商如京东、淘宝的品牌商品均价较高，二者分别满足消费者对不同产品的需求，对日用品、食品等品类用户更追求货本身的价值，而对于服饰、美妆等非标品用户可能会在意品牌的附加值。此外，淘宝、京东在农村电商战略遇阻后转向提升转化率、客单价，拥抱消费升级趋势。

2.2. 拼团模式刺激消费者冲动消费

拼团的本质是按效果付费的促销方式。大量中小卖家无法承担常规广告的风险，而团购无需提前付费，当用户体验消费后以折扣形式付费，因此当用户满意后再次购买即形成获客，即使用户不满意一般折扣也贴近成本，对商户而已没有太大的损失。在淘宝、京东打假后，大量中小商家外溢，因此当团购与电商平台结合，那么潜在的供给可以是近乎无限的，因此电商平台拼团模式是可持续的。此外，当供给持续增长时，商户倾向于压低折扣乃至以贴近成本价获客，客观上能帮助平台以更实惠价格吸引用户。

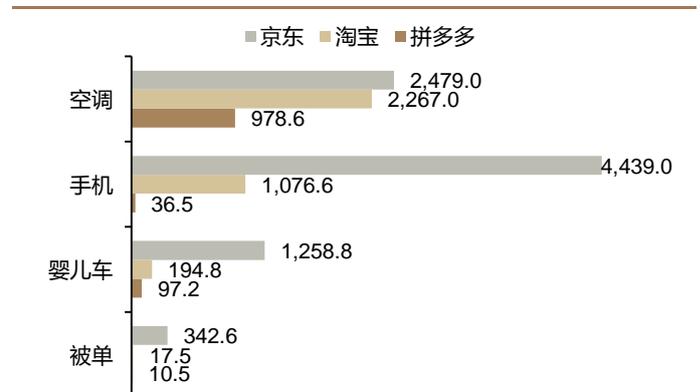
拼团与常规促销的区别在于折扣力度更大，标的商品更普遍。拼团主要利用消费者对品类认知的冲击刺激购买动机。数据显示很大一部分用户出于捡便宜心理去尝试从未使用过的商品，例如各式小家电，零食等。据好奇心研究所统计，各平台品类 Top5 均价中拼多多均低于淘宝、京东。

图 6：2018 年各品类热销商品 Top5 均价



资料来源：淘宝、京东、拼多多官网，德邦研究所

图 7：2018 年各品类热销商品 Top5 均价

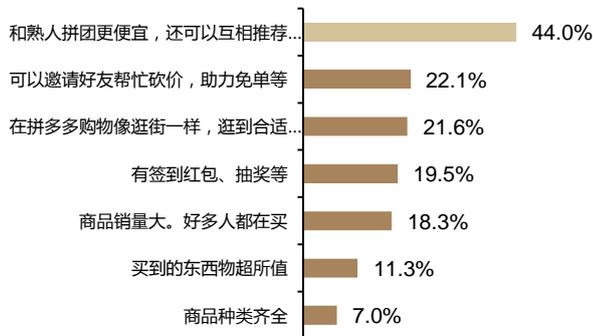


资料来源：淘宝、京东、拼多多官网，德邦研究所

拼团模式刺激社交传播及冲动型购买。传统电商模式下用户选择成本较高，团购通过单品筛选，往往每个品类筛选出少数几个单品，并给予大额折扣缩短用户决策链路，刺激冲动型消费。由于需要两人成团，因此拼团模式驱动用户进行购物分享，据 2018 年 4 月的《拼多多用户研究报告》，熟人拼团，相互推荐，好

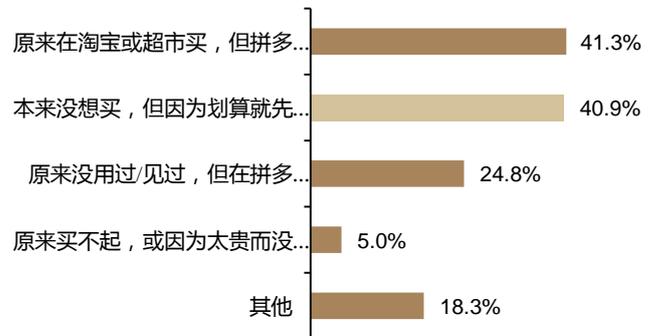
友帮忙砍价、助力免单分别获得 44.0%、22.1%的用户认可。另一方面，41.3%的用户在拼多多平台购买的原因是商品比淘宝更便宜，40.9%的用户出于便宜而进行囤货，24.8%的用户出于体验、新鲜的动机购买。简而言之，拼多多通过吸引中低端商户及团购模式使得商品价格维持低位，而低价起到两个效果：1) 原有用户更多的购买，或其他平台用户转移至拼多多；2) 新用户的产生，低价降低了试错门槛。据企鹅调研，在所有用过拼多多的用户中，仅 67%有过购物经历。

图 8：2018 年 44% 的拼多多用户出于便宜、推荐购买商品



资料来源：企鹅调研，德邦研究所

图 9：40.9% 的拼多多用户并非需要，而是由于便宜购买

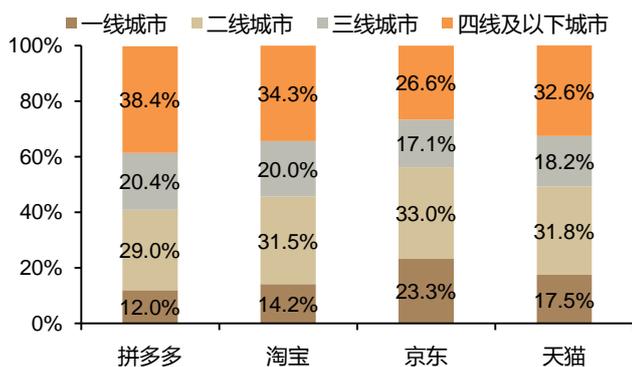


资料来源：企鹅调研，德邦研究所

拼团模式契合下沉市场用户需求。据企鹅调研，截至 2018 年 4 月，拼多多下沉市场用户占比高，高中以下学历占比较高，且用户消费观上更偏好性价比和折扣商品。以大额折扣为主的团购模式迎合下沉市场用户重视折扣的心态促使消费者产生购买动机。

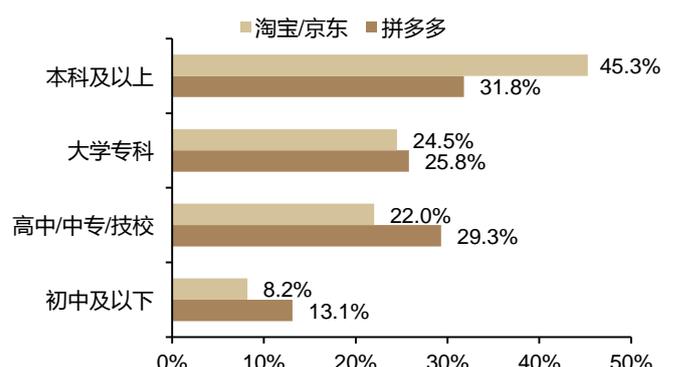
拼多多用户在意性价比，性价比与低价并不相同。例如，原价 100 元的商品在用户心中可能价值为 100 元，但原价 600 元，折后 300 元的商品在用户心中可能价值为 600 元，折扣提升了消费者福利，进而刺激消费者购买。

图 10：2018 年电商平台各城市用户占比



资料来源：企鹅调研，德邦研究所

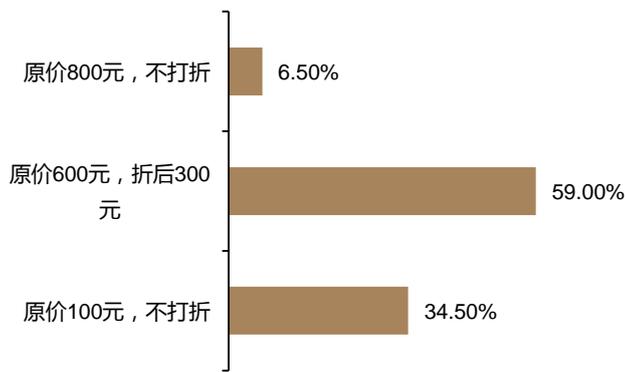
图 11：2018 年电商平台用户学历情况



资料来源：企鹅调研，德邦研究所

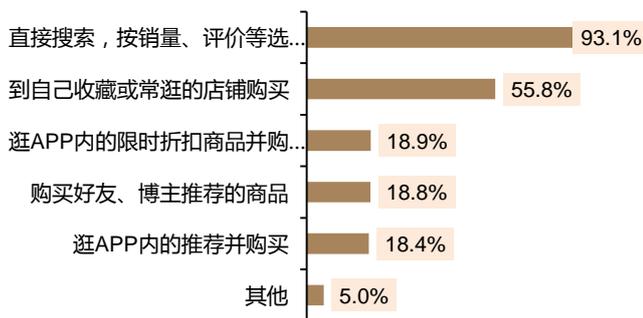
图 12：拼多多用户消费观偏好折扣商品，强调性价比消费

图 13：拼多多与快手用户重合度最高

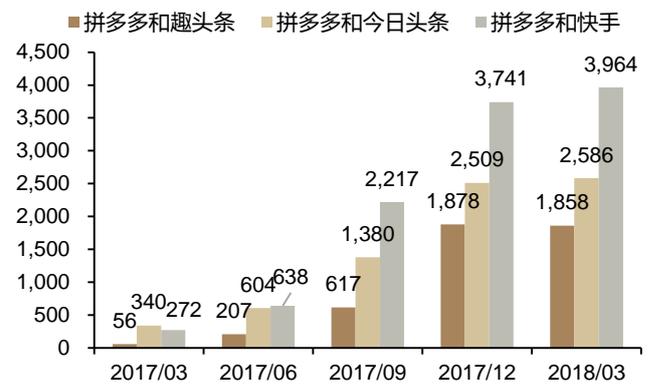


资料来源：企鹅调研，德邦研究所

图 14：淘宝、京东用户购物以搜索为主

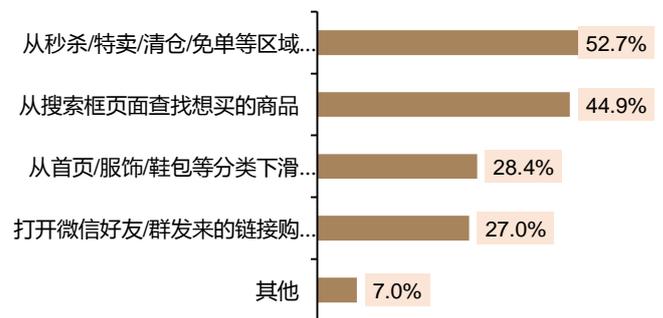


资料来源：企鹅调研，德邦研究所



资料来源：企鹅调研，德邦研究所

图 15：拼多多用户重视折扣



资料来源：企鹅调研，德邦研究所

2016 年前后主要互联网公司的领导者低估了用户红利：

美团创始人兼 CEO 王兴 2016 年在第三届世界互联网大会发表演讲，称““互联网+”的上半场，也就是以用户红利为代表，用户规模快速增长为代表到达一个拐点时期”，即后来广泛传播的“互联网下半场论”。

阿里巴巴集团时任 CFO 武卫在 2017Q3 财报电话会中回答“未来用户增长的潜力还有多大”时提到“公司预计活跃用户数将可以达到 5 亿到 6 亿的水平”。

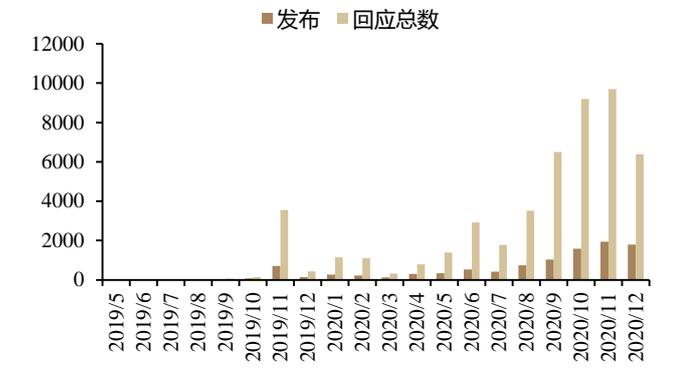
平台电商模式在商业化率上的反规模效应促使商业化率天然提升。电商平台链接商户和消费者，当供给侧的增长大于需求侧，每一独立商户就需要通过投放更多广告吸引流量，由于需求侧提升空间是存在明显天花板的，因此电商平台的规模壁垒存在自我削弱的趋势。例如阿里巴巴时任 CFO 武卫在 2016Q1 财报电话会中提到“随着用户越来越多地选择在移动端购物，越来越多的广告商也愿意在移动端加大投入广告费吸引用户，这提升了移动端广告竞价的情况”。在平台增长初期，商户扩大广告能够带动营业收入、利润的增长，因为 ROI 保持在健康的水平，但当用户增长放缓，商户面临同行竞争者持续涌入以及同等投入下流量分配降低的困境，这将倒逼营销增长但 ROI 将进一步下行。

当商户加大营销投入却面临 ROI 降低，利润率下滑，其可能的举措包括 1) 通过降低单位商品成本或提升单价形式扩大利润空间；2) 尝试其他流量平台推广；3) 退出市场。对中小厂商而言，扩大规模产生的规模效益边际上能带来成本降低，但如果无法销售商品，整体风险反而更大，因此提升单价的安全性更高。

拼多多的口碑传播催生高速增长。通过拼团模式，拼多多实现流量的指数增

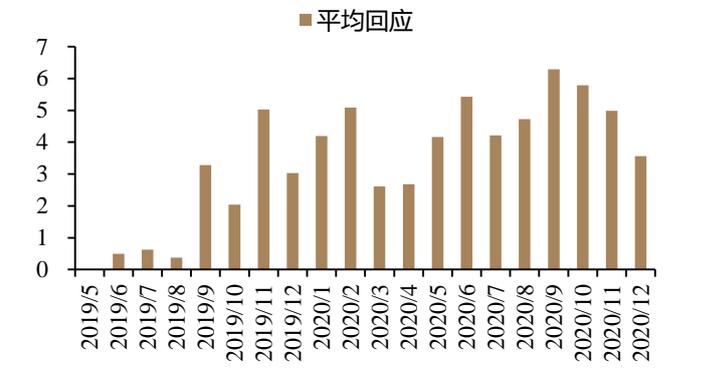
长，即单个用户通过分享拼团砍价信息，引发社群关注。根据豆瓣小组数据，单条信息引发关注回应后有一定机会吸引用户，进而通过用户社群传播使得总体流量成指数型增长。传统电商模式下，由于网络效应，平台价值与用户规模呈指数关系，但在拼团模式下，平台、用户双边网络效应加持下，平台总体价值超越平方增长。

图 16：拼多多拼团模式引发社群自发性互动



资料来源：豆瓣，德邦研究所

图 17：自发性互动的平均回应稳定在较高水平



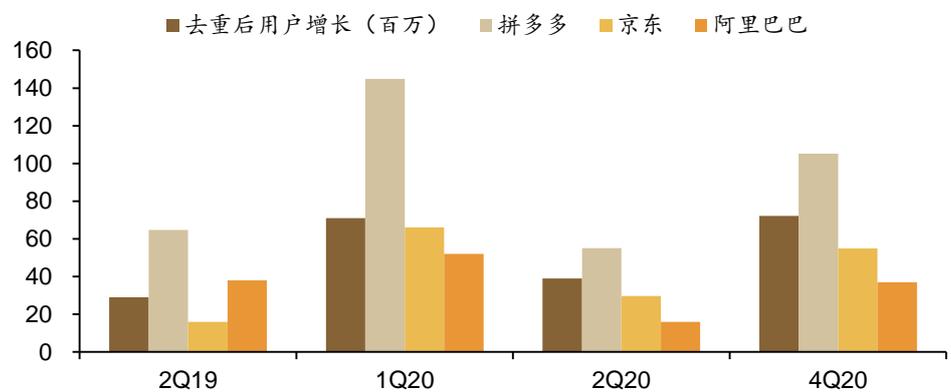
资料来源：豆瓣，德邦研究所

3. 未来展望：行业仍存 3 亿用户增量空间，拼多多具备长期提价能力

3.1. 下沉市场仍有 3 亿用户增长空间，中部地区将成增长主驱力

下沉市场空间仍存。2020 年 9 月，据国家邮政局，目前快递进村比例仅为 40%左右，预计 3 年内实现村级快递覆盖率达到 100%。快递进村的意义在于更深入农村用户，据《第六次人口普查》统计，村一级人口占总人口比例接近 50%，即使考虑城镇化率提升，农村仍是一个人口、消费潜力巨大的市场，2020~2023 年快递网点将布局剩余 60%的村级单位。按人口比例估算，剔除部分中老年用户（按 20%老龄化估计），14 亿人口较 2020 年网购用户 7.82 亿，差距为 3.38 亿，近似对应剩余村一级 60%的人口规模。

图 18：2019 年来下沉市场用户净增长（百万）明显低于电商平台用户增长



资料来源：CNNIC，阿里巴巴集团公告，京东集团公告，拼多多公告，德邦研究所

行业去重后实际增长低于财报口径，未来增速取决于快递网点覆盖进度。主流电商业绩增速回升的重要驱动力为用户增长，但 2018 年 12 月以来全国网络零售用户去重后增长低于同期拼多多披露的用户增长，反映拼多多用户增长实际包含部分来自淘宝、天猫、京东的网购用户。我们认为随着拼多多多年活跃买家超过阿里巴巴，存量用户对拼多多整体用户增长的贡献将有所下滑，未来增速主要取决于快递网点下沉的推进速度。

东部地区市场逐步成熟，中部地区快速兴起。2018-20 年全国快递支撑网购零售额增速整体跑输快递业务量增速，反映单位快递量的网络零售额持续下降。其中，中部地区快递业务量增速高于东部、西部地区，表现为 2018-20 年快递业务量占比提升 2pct+。我们认为，这主要是由于中部地区开启新一轮电商普及，由低价商品培养用户消费习惯，进而转向中高价商品，未来增长空间较大。

图 19：2018-20 年全国电商件快递单价持续下行

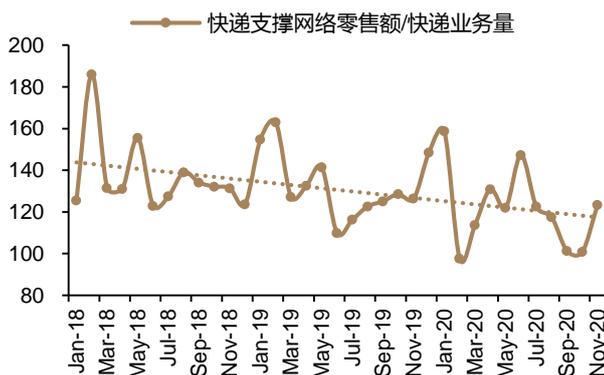
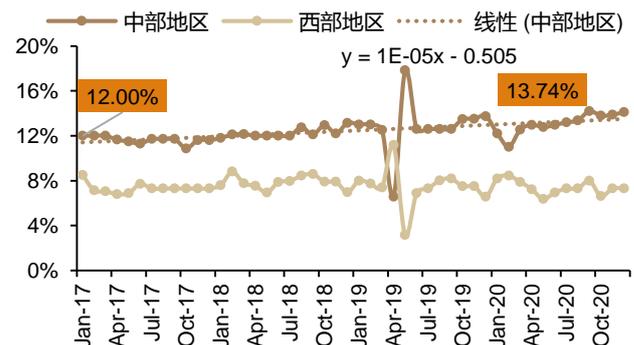


图 20：2018-20 年中部地区快递业务量占比持续提升



资料来源：国家邮政局，德邦研究所

资料来源：国家邮政局，德邦研究所

综合来看，我们认为网络零售存在巨大的市场空间，但市场渗透率的提升主要依赖于下沉市场快递网点，尤其是村一级的快递网点覆盖率提升，主要取决于邮政部门推进速度。平台的补贴短期内带动的新增用户多数来自其他平台的现存用户。因此通过比较 CNNIC 披露的行业新增用户与各平台相同时间内的新增用户，我们认为当前电商平台用户的快速增长不是由于下沉市场用户快速增长，而是通过补贴吸引其他平台的用户，而这一策略随拼多多用户规模超越淘宝天猫、京东等主流平台后，获客效率料将进一步降低。竞争策略的核心应由拉新转向留存。

3.2. 拼多多仍处于增量周期，远期提价空间较大

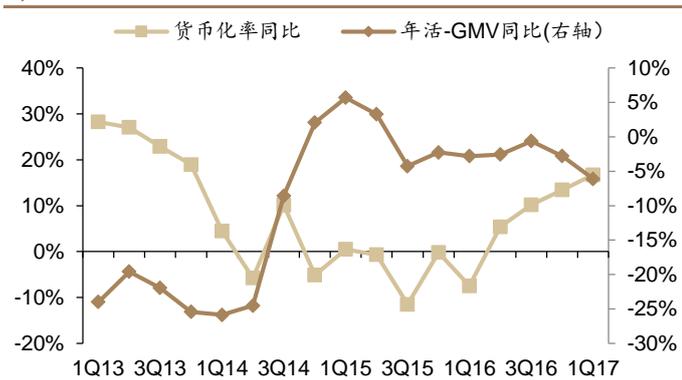
从供需角度理解，MAU 对商户而言相当于流量供给，GMV 对商户则是实际成交需求。MAU 与 GMV 的增速可以作为拐点（二阶导）信号，当 MAU-GMV 增速低于某一临界值，我们认为电商平台往往进入提量周期的下行阶段或处于提价周期的上升阶段；而 MAU-GMV 增速高于某一临界值往往意味着电商平台处于流量扩张阶段，重新开启新的提量周期，短期客单价将有所下降。

从货币化率同比与年活用户-GMV 同比角度看，阿里巴巴于 2017 年后通过强化下沉市场获客延续其量价周期，而拼多多仍处于第一个量价周期，拼多多 MAU 突破 7 亿，未来仍有 2~3 亿提升空间，此外由于拼多多正快速扩充品类，丰富平台 SKU，未来整体提价空间较大。

图 21 以季度数据展示阿里巴巴零售货币化率与年活跃用户的微观变化，当年活跃用户增速-GMV 增速高于阈值时，平台商户的流量供给较为充裕，压低货币化率；反之，当流量较为缺乏时，商户不得不加大投放，表现为平台货币化率提升。

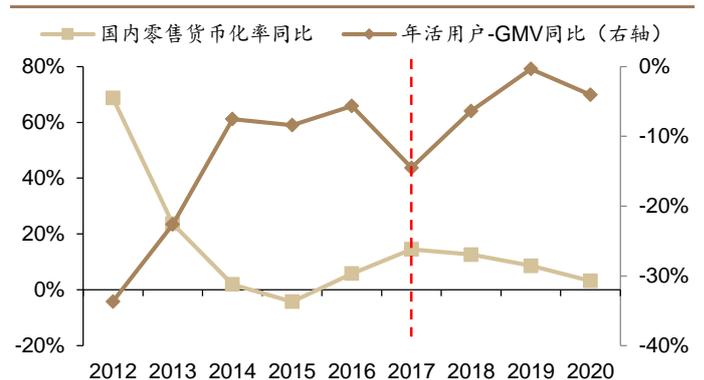
图 22 显示 FY2017 年后再度开启新一轮量价周期，主要通过下沉市场获客拉升用户增长，同时新用户的加入使单用户 GMV 降低，表现为 GMV 增速低于用户增速，因此用户增速-GMV 增速提升。

图 21: FY1Q13-1Q17 阿里巴巴国内零售货币化率与用户-GMV 同比



资料来源：阿里巴巴集团公告，德邦研究所
注：FY2Q17 后阿里巴巴不在披露国内零售季度 GMV 数据。

图 22: FY2012-20 年阿里巴巴国内零售货币化率与用户-GMV 同比



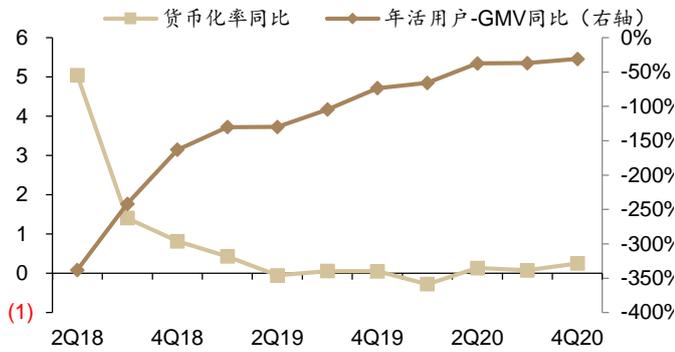
资料来源：阿里巴巴集团公告，德邦研究所
注：采用阿里巴巴财年数据。

拼多多目前仍处于提量阶段，短期货币化率预计基本稳定。结合管理层公开发言，我们认为货币化率短期提升空间不大，主要由于当前拼多多仍处于品类扩充阶段，通过丰富商品选择提升用户粘性、活跃度，而提升货币化率将加大中小商户的经营压力，与整体战略方向相悖。

长期来看，我们认为拼多多具备提价能力。拼多多滞后一期的季度货币化率

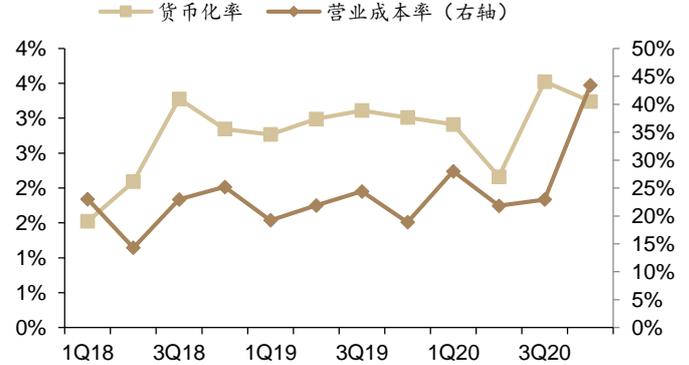
与营业成本率存在同步变化，我们认为这是公司主动调节货币化率以对冲成本率变化，侧面印证公司对货币化率具备主动调节能力。FY2019 年阿里巴巴货币化率达 3.6%，以阿里巴巴为参考，拼多多仍有至少 0.35% 以上的提价空间，按 2020 年拼多多 GMV 计算，对应 58.37 亿营收增量，按整体毛利率 68% 估算，对应 39.69 亿毛利润增量（2020 年毛利率受自营商品业务拖累，2018-19 年平均毛利率为 78%）。我们预计拼多多将在 2023 年后逐步开启货币化率提升周期，2023 年后收入、利润端有望实现稳健增长。

图 23：2Q18-4Q20 拼多多货币化率与年活用户-GMV 同比



资料来源：拼多多公告，德邦研究所

图 24：货币化率（滞后一期）与营业成本率同步变化



资料来源：拼多多公告，德邦研究所

4. 风险提示

政策监管趋严，新业务拓展不及预期。

信息披露

分析师与研究助理简介

花小伟，德邦证券研究所副所长，董事总经理，大消费组长，餐饮和轻工首席分析师。十年卖方大消费经验，曾任职于中国银河证券，中信建投证券；曾率队获 2015 年轻工消费新财富最佳分析师第 5 名；2016 年轻工消费新财富第 4 名，2016 年水晶球第 2 名，金牛奖第 4 名；2017 年轻工消费新财富最佳分析师第 3 名，水晶球第 2 名，保险资管（IAMAC）最受欢迎卖方轻工第 1 名；2018 年轻工消费新财富最佳分析师第 3 名，水晶球第 2 名，Wind 金牌分析师第 1 名，IAMAC 第 2 名；2019 年获轻工《财经》最佳分析师第 2 名，Wind 金牌分析师第 3 名，水晶球第 4 名，新浪金麒麟分析师第 4 名，等等。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	类别	评级	说明
2. 市场基准指数的比较标准： A 股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦证券及其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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。