

商贸零售

拼多多：电商重构者

——电商业务逻辑与研究框架专题一

✍️ : 陈腾曦 执业证书编号: S1230520080010
 ☎️ : 021-80105934
 ✉️ : chentengxi@stocke.com.cn

行业评级

商贸零售

看好

报告导读

“我们并不做别人比我们做的更好的事情，只在我们能够改变的领域和能够提供更好的用户体验的领域投资。”电商重构者拼多多，聚焦大众需求，“多实惠、多乐趣”走出差异化。

投资要点
□ 成长史：最强引流基因，最高效组织，“本分”为消费者创造价值

以黄峥为首的创始群体连续创业，游戏建立人性洞察，代运营建立电商全流程理解，拼好货奠定农产品供应链基础。拼多多脱胎于“拼好货”、“寻梦游戏”，把握淘系低价商品渠道转移和淘客转移红利，从下沉市场起家，进而“农村包围城市”借百亿补贴等进军高线市场。公司组织体系极度扁平高效，由“最强大脑+本分员工”构成。人员精简，新业务孵化高效，成熟业务标准化水平高。

□ 商业模式：重视社交游戏，聚焦大众“实惠”需求，C2M 重构供应链

核心商业模式为“Costco+迪士尼”，致力于为消费者带来“多实惠、多乐趣”的消费体验。1) **流量端**：把握下沉市场电商发展痛点、社交和娱乐趋势、推荐技术支持人“懒惰”本性的发展机遇，聚焦不同消费能力群体的对于“低价实惠”共通需求（高用户基础）、融入社交及游戏元素（高使用粘性）、汇集高性价比商品所形成的平台-商家-顾客良好循环（高留存率）的独特优势，而独特的战略优势背后是融入社交关系的精准推荐算法与高效的供应链系统。2) **供应链端**：规模化聚拢零散性需求，可向上游供应链做批量采购、定制和生产指导，解决销售“盲盒”，反哺农业和工业生产，重点推进“农产品上行”和“新品牌计划”建立了拼多多在农货和白牌商品的供应链优势。

□ 业务数据：关注场景延伸+优势巩固+品牌拓展带来的用户留存与复购

拼多多 20Q4 货币化率（广告+佣金）测算为 3.66%，货币化率逼近成熟电商，而拼多多单客年均消费 2115 元，阿里 FY2020 达到 9076 元相比，仍有极大空间。用户留存和复购提升带来的购买笔数和笔单价的提升，是未来平台收入提升的核心驱动。而留存和复购的提升则在于线上线下场景的延伸、高性价比商品优势及社交游戏强粘性优势的巩固、品牌的拓展，多多买菜和品牌化将成增长点。

□ 投资建议：

商业效率评估的基础是数据积累。体系化数据的存量（现状）+持续积累数据的能力（未来）是互联网电商平台商业效率差异的根源，基于对积累数据的理解和应用则直接带来了商业效率差异。建议关注阿里巴巴、腾讯（微信）。

社会数字化持续深化催生新电商平台。各类生活消费场景逐步数字化会产生新的流量池，能够借力新流量池与商业模式创新积累数据的互联网平台型企业具备在电商领域弯道超车、重塑长期竞争壁垒的机会，建议关注拼多多、美团、字节、快手。

□ 风险提示：竞争加剧；多多买菜发展不及预期；创新模式入局；政策风险。
相关报告

报告撰写人：陈腾曦

正文目录

1. 拼多多：电商重构者，“多实惠、多乐趣”走出差异化	4
1.1. 以“本分”为价值观，致力为消费者创造价值	5
1.2. 从成长史理解拼多多：最强引流基因，最高效组织，在创新中发展	6
1.2.1. 早期成长史：连续创业，游戏建立人性洞察，代运营建立电商全流程理解，拼好货奠定农产品供应链基础	6
1.2.2. 后期成长史：下沉市场起家，新品牌计划+百亿补贴进军高线市场	8
1.3. 高管多为长期创业合作伙伴，投资者资源雄厚、多有助力	9
1.4. “最强大脑+本分员工”，组织极度扁平高效	11
2. Costco+迪士尼：底层逻辑源自用户需求，重视社交游戏，重构高效供应链	13
2.1. 引流端：推荐降低门槛打入下沉市场，百亿补贴进军高线市场，社交-游戏-消费循环增强用户乐趣	14
2.2. 供应链端：聚焦思维提取大众的“实惠”需求，C2M 重构供应链	17
3. 多多买菜：优势的全渠道延伸和巩固，拼多多新增长点	18
3.1. 农产品供应链优势：差异化聚焦“最初一公里”，助力生产端数字化改造	19
3.2. 组织效率和流量效率优势：组织精简高效灵活，主站买菜互相导流	20
4. 关注场景延伸+优势巩固+品牌拓展带来的用户留存与复购	21
4.1. 货币化率逼近成熟电商，营收增长的核心驱动在于 GMV 提升	21
4.2. 品类丰富、高频消费品、用户粘性提升，驱动 GMV 增长	22
4.3. 多样化补贴及加大流量外采提升用户留存和复购，重视研发投入塑造效率壁垒	24
5. 投资建议	26
6. 风险提示	26

图表目录

图 1：拼多多商业模式	4
图 2：集中分散的农产品需求，解决农产品易滞销问题	5
图 3：拼多多“本分”价值观	5
图 4：拼多多早期发展历程	7
图 5：拼多多顾客调研（拼多多吸引客户的原因）	7
图 6：拼多多发展历程	9
图 7：拼多多合伙人制度	11
图 8：拼多多职级相对扁平	12
图 9：多多买菜职级极致扁平：阿布—负责人—具体业务	12
图 10：拼多多战略及优势	13
图 11：社交拼购曾倩信任、微信支付降低门槛、无购物车促进转化	14
图 12：淘宝女性用户比例高于拼多多	14
图 13：拼多多和淘系重合度较高	14
图 14：拼多多产品革新历程	15

图 15: 拼多多直播界面	16
图 16: 拼多多摇现金板块	16
图 17: 多多果园增加用户的留存率和活跃度	16
图 18: 拼多多游戏功能主要逻辑	16
图 19: Costco 聚焦中产解决需求做针对性产品定制	17
图 20: 拼多多提取聚焦“实惠”的需求	17
图 21: 拼团模式实现消费者农民共赢	18
图 22: 多多买菜运营方式	19
图 23: 多多买菜战略意义	19
图 24: 2019 年拼多多农产品营收增长超 100%	20
图 25: 拼多多农产品 GMV 高增 (单位: 亿元)	20
图 26: 农货中央处理系统示意图	20
图 27: “多多农园”项目运作基本机制	20
图 28: 多多买菜组织结构较精简: 小中央, 大地方	21
图 29: 阿里巴巴、拼多多、京东年度货币化率	21
图 30: 阿里巴巴、拼多多、京东营业收入 (单位: 亿元)	21
图 31: 2016-2020 年拼多多年度 GMV 逼近京东	22
图 32: 对比天猫、唯品会, 拼多多 GMV 维持高增速	22
图 33: 拼多多 GMV 推动因素	23
图 34: 拼多多年度活跃买家超过阿里巴巴 (单位: 亿)	23
图 35: 人均订单数和每笔单价推动单客平均消费增长	23
图 36: 微信年活跃用户数增长见顶	24
图 37: 拼多多 ARPU 仍有较大上升空间	24
图 38: 拼多多用户习惯逐渐养成	24
图 39: 拼多多人均单日使用次数超手机淘宝	24
图 40: 2017-2020 年拼多多各年度费用	25
图 41: 2014-2020 阿里、拼多多年度新用户获客成本	25
表 1: 核心股东的股权结构变动	9
表 2: 拼多多核心人物、董事会及高管情况	10
表 3: 拼多多历史融资情况	11
表 4: 百亿补贴商品价格实惠	14
表 5: 拼多多社交和游戏板块	15
表 6: 拼工厂赋能, 企业业绩大幅提升	17
表 7: 拼多多已初步建立起完整的商业化体系	22
表 8: 拼多多核心财务数据 (单位: 亿元)	25

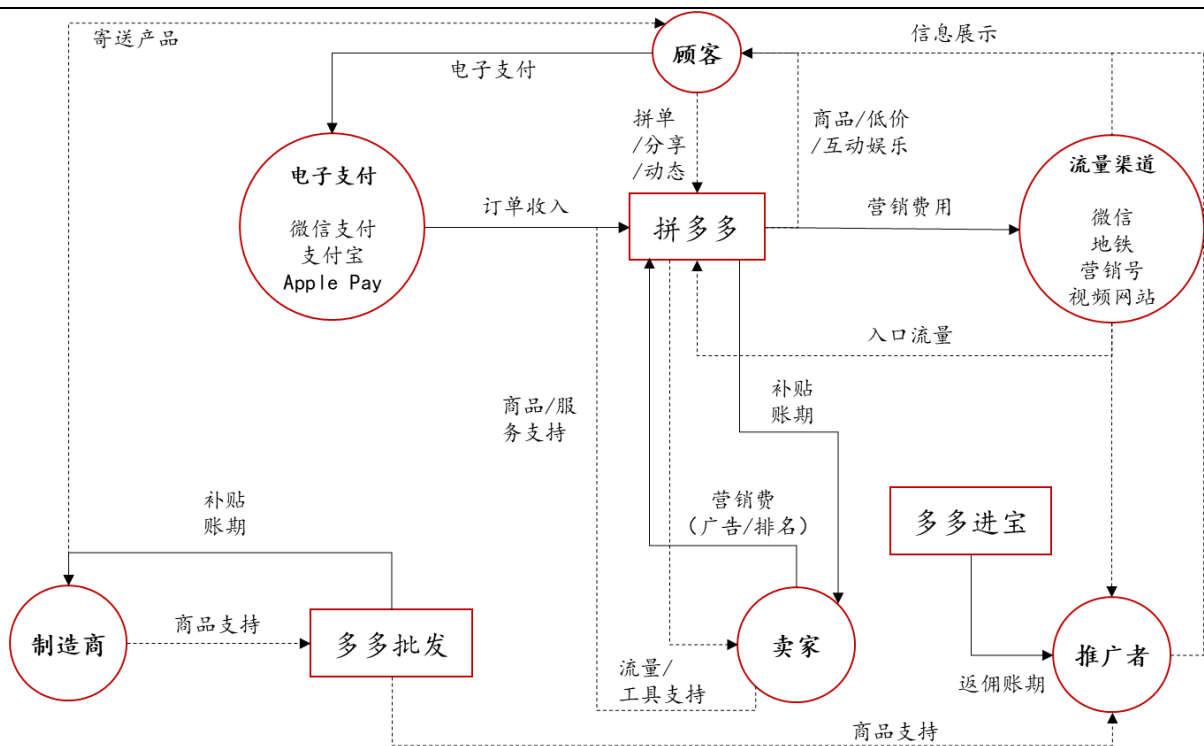
1. 拼多多：电商重构者，“多实惠、多乐趣”走出差异化

拼多多是国内专注于 C2M 拼团购物的第三方社交电商平台，成立于 2015 年 9 月。拼多多把握住了从淘系转移的低价产品供应链和淘客机会，并基于新的人货的交互方式“推荐逻辑”走出了差异化发展的路径。拼多多以为消费者创造价值为宗旨，以本分为价值观，希望能够通过其高效的算法与供应链，实现消费“多实惠、多乐趣”。

移动社交、去中心化时代，给予了后入者颠覆格局的机会。人们获取信息的方式和交互方式会发生天翻地覆的变化，技术发展支持人们“越来越懒惰”，信息的获取从主动的搜索、中心化的分发浏览到社交圈及系统的个性化推荐，这也就需要互联网交互更加简单、服务更加主动。所有传统互联网的生意都值得重新做一遍，也确实涌现出不少互联网新巨头，如字节跳动、拼多多、快手等。尽管成熟的大公司在视野、资本、人才、数据积累、经验输出、行业资源等方面都具有非常大的优势。但是，大公司 1) 存在不够灵活的弊病，掉转方向比较困难、执行相对缓慢，2) 存在用户心智固化的问题，成熟的公司、成熟的产品往往建立了某一场景的用户心智，比较难去颠覆用户认知和习惯。

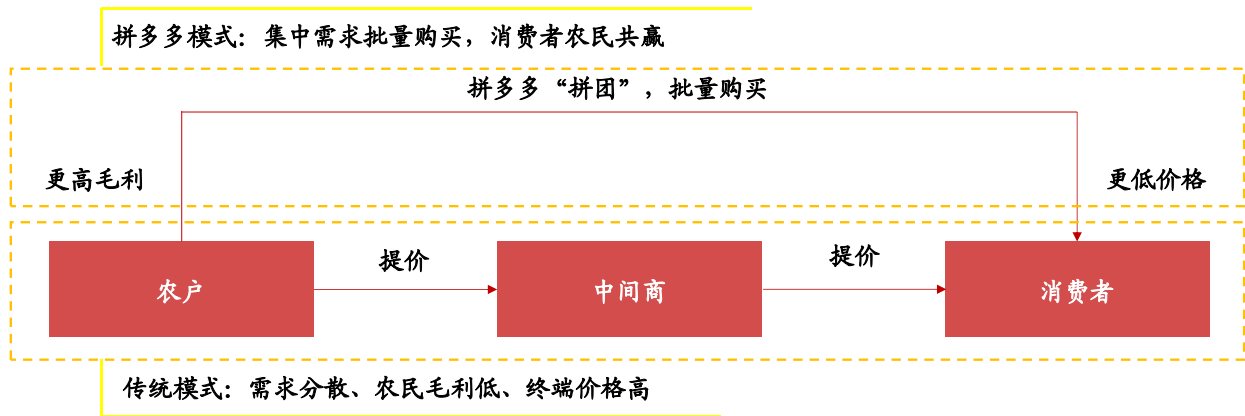
拼多多商业模式特征“少 SKU、高订单、短爆发”，通过拼团模式短时间聚集大量需求，有效链接需求和供给两端，0 佣金、去中心化，给予农产品、白牌商品更多流量曝光机会，使得平台持续有极致性价比的商品，形成良性循环。前期把握社交红利，积累规模优势，拼多多 C2M、农产品上行、包括百亿补贴等实现了对于供应链端的把控。规模化聚拢零散性需求，可向上游供应链做批量采购、定制和生产指导，解决销售“盲盒”，反哺农业和工业生产端。C2M 模式激活了缺乏销售渠道、但拥有大量丰富低价商品的卖家，厂商可以进行一定时间段的生产资源合理规划，生产成本的降低又能进一步压缩价格，从而形成一个正循环。对于农产品而言，则可以解决滞销问题，提高农民收入。

图 1：拼多多商业模式



资料来源：人人都是产品经理，浙商证券研究所

图 2：集中分散的农产品需求，解决农产品易滞销问题



资料来源：36 氪，浙商证券研究所

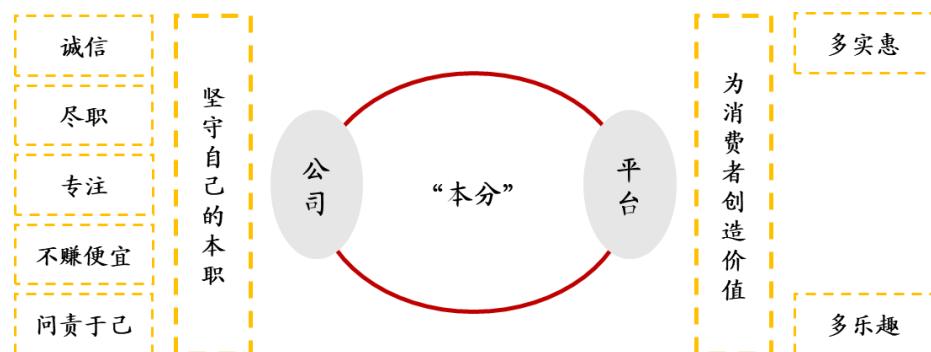
1.1. 以“本分”为价值观，致力为消费者创造价值

小霸王和步步高创始人段永平，总结自己的成功哲学为“本分”。“本分”在 OPPO（陈明永）、vivo（沈炜）、步步高教育（金志江）、拼多多（黄峥）几位徒弟创立的企业文化价值观中均有体现。

在公司层面，拼多多的“本分”是“坚守自己的本职”，具体来讲有 5 层含义：1）要诚信，并成为值得信任的人；2）要尽自己的本职，无论别人在做什么；3）隔绝外力，回归初心，专注于做好自己应当做的；4）不赚人便宜，即使我们能够；5）出现问题，首先求责于己。

在平台层面，拼多多的“本分”是为消费者创造价值，争取“多实惠多乐趣”。在拼多多 2020 年年会讲话中，黄峥说：“本分就是首先要搞清楚自己的定位，为谁创造什么样的价值，依赖谁活着，自己的职责是什么。拼多多存在的核心是为消费者创造价值，孜孜不倦地为消费者争取多实惠多乐趣是我们的本分。”创立至今，拼多多始终将消费者需求放在首位，“Costco+迪士尼”模式通过压缩供应链成本与大量补贴为顾客提供高性价比产品，同时加入社交元素和推荐功能为客户的购物体验增添趣味性。黄峥认为，钱不是目的而是手段，拼多多所做的一切都应该致力于让广大人民群众得到实惠，提升他们的生活品质，而盈利只是这个过程中的附属品。

图 3：拼多多“本分”价值观



资料来源：公司官网，浙商证券研究所

1.2. 从成长史理解拼多多：最强引流基因，最高效组织，在创新中发展

“我们并不做别人比我们做的更好的事情，只在我们能够改变的领域和能够提供更好的用户体验的领域投资。”黄峥最早对标京东建立 B2C 线上平台欧酷网，但由于确认无法超越京东，而主动退出。后连续进行了代运营、游戏、自营农产品电商等创业，逐渐积蓄各商业维度的基础，寻找能够改变的领域，创造提升用户体验的解决方案。

“好的洞察力与想法+好的产品解决方案”成就拼多多：1) **诞生**：普通家庭出身的黄峥理解中国消费最真实的一面，通过聚焦的思维提取不同消费能力人群的共同需求——“便宜”、“极致性价比”，这类商品自带流量。2) **起量**：把握住从淘系转移的低价商品的供应链资源和淘客资源，初步搭建起 C 端和 B 端的平台生态，并借助微信流量池“冷启动”成功。利用微信社交关系推荐商品，让产品和营销活动成功走出去。拼多多表面上成功是因为借助了微信巨大的社交流量，而内在原因是利用了社交关系去了解用户需求。先通过拼团了解人、推荐物，积累到一定的用户行为数据之后，即可以用机器推荐物。3) **壁垒和看点**：极致性价比商品资源建立起平台“实惠低价”心智。平台品类结构性丰富、商品 SKU 较少，爆款多、爆发快，农货及白牌低价产品资源丰富。目前百亿补贴大牌商品、原产地农产品、白牌低价产品依然是平台强势的商品。

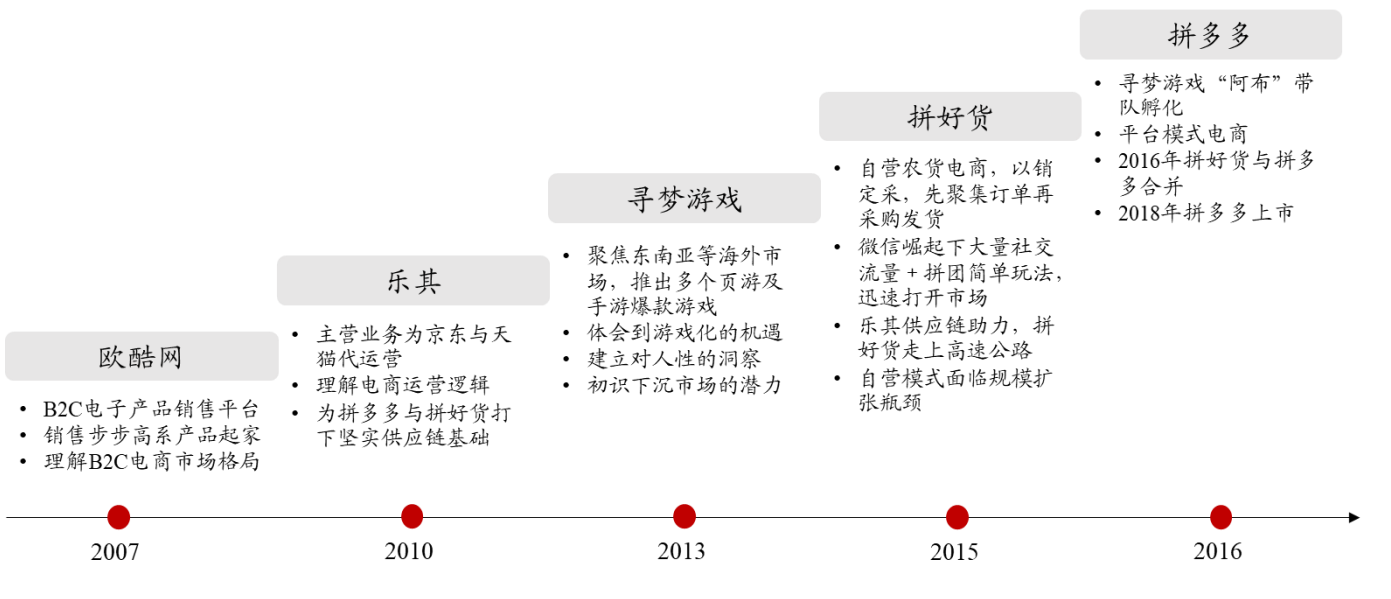
1.2.1. 早期成长史：连续创业，游戏建立人性洞察，代运营建立电商全流程理解，拼好货奠定农产品供应链基础

2007 年黄峥对标京东建立 B2C 线上平台欧酷网，2010 年为避免消耗战主动退出，寻找新竞争维度。从谷歌辞职后，黄峥成立“步步高系”B2C 线上平台欧酷网，主要通过销售步步高教育产品和 OPPO 蓝光播放器起家，平台在 3 年内 GMV 达到 6000 万。但此时电商平台马太效应逐渐显现，与欧酷网经营品类相同的苏宁电器于 2010 年达到 755 亿元营收，同年京东营收也破百亿。加上欧酷网主营的手机在市场上价格相对透明，导致平台出现高营收低利润的困境。为避免后期与京东的持久消耗战，黄峥决定将欧酷网卖给兰亭集势，仅保留其核心技术团队。

2010-2015 年黄峥在代运营与游戏公司中积累电商行业触觉，将游戏基因带入电商革新商业模式。2010 年黄峥创办乐其，主营业务为天猫和京东店铺代运营，其中包括店铺运营、选品、仓储物流及售后服务，在三年内团队规模扩张至 100 多人，年销售额过亿，利润超过千万。这段创业经历不仅促使团队深度学习了电商平台内在的运营逻辑和体系，同时为拼好货及拼多多打下了后端供应链的坚实基础。同期黄峥也抓住游戏市场的新机遇，参与创办上海寻梦游戏公司，通过开发东南亚下沉市场，根据透彻的消费者心理洞察推出多个爆款页游和手游。团队将游戏基因与多年的电商经验与商业洞察带入电商行业，采用游戏设计元素和游戏机制，使用户在电商平台内能够获得游戏式的体验。

拼好货：拼购模式打破农产品销售在时间与空间上极度分散的状况，拼好货把握社交电商发展机遇打造社区拼单购买，整合供应链资源实现单量爆发。团队把握住人们每天社交媒体使用时间很长，但电商使用时长较少，社交媒体内达成的电商销售很低的机会，决定利用微信的社交关系做拼团以开拓电商的新战场并在 2015 年创办拼好货。用户可以在拼好货 app 内发起拼团或参团，再通过微信群把拼团、参团信息“病毒式”传播扩散出去，当客户凑够成团人数下单时，拼好货团队再去采购水果发货。这种社交+高性价比的打法迅速打开了市场，在不到一个月的时间内平台就达到了日均 1 万单的水平。但后台运转能力的发展跟不上订单的增长带来巨大问题，仓储、订单处理、公关等问题一并出现，黄峥通过整合乐其的供应链资源，大力发展后台运转能力提升订单处理的天花板，拼好货开始走上发展的高速公路，仅仅几个月就突破了千万用户。

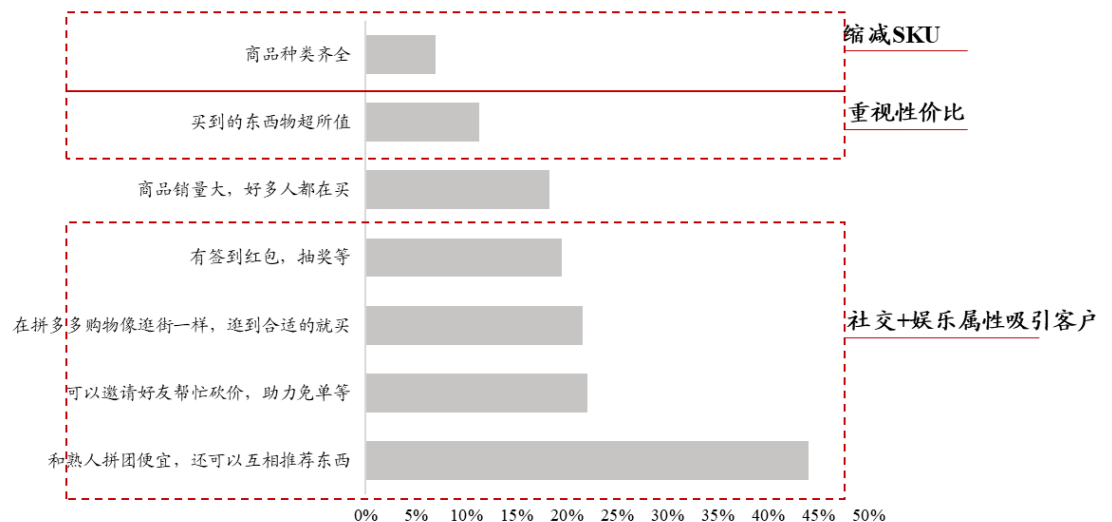
图 4：拼多多早期发展历程



资料来源：36 氪，公开资料整理，浙商证券研究所

拼多多：拼单模式从自营变成平台更好地把握社交红利机会，寻梦游戏孕育拼多多，着力打造“迪士尼+Costco”式游戏式购物体验。阿布曾说，“现在社交红利很高，就像此前手游爆发的时候，只要是手游就有人玩，就有钱挣……我们应该抓住社交移动的红利，看看怎么做出一个有意思的东西来。”拼多多由时任寻梦游戏 CEO 的“阿布”在寻梦游戏内部孕育。拼好货经常爆单，但是公司本身没有强大供应链，而平台模式能够充分把握社交红利，高订单量能够调动起来供应链资源，同时平台并继承了寻梦游戏的游戏基因，致力于打造虚拟世界中消费和娱乐相结合的实惠有趣的平台，在精简 SKU、提高货品性价比的基础上通过推荐算法实现“人找货”到“货找人”的转换，并引入社交性游戏、拼单以及游戏式优惠活动，为顾客提供“多实惠多乐趣”的愉快购物体验。而从顾客反馈来说也的确如此：近一半的顾客认为拼多多的社交性与实惠型是吸引他们购物的重要理由，体现拼多多社交+娱乐+高性价比的平台特点。

图 5：拼多多顾客调研（拼多多吸引客户的原因）



资料来源：企鹅调研平台，浙商证券研究所

1.2.2. 后期成长史：下沉市场起家，新品牌计划+百亿补贴进军高线市场

分析其后期成长、成功的因素，可以总结为两点：

1) 重视社交、娱乐，有着对人性的极致洞察，抓住社交和游戏的时代机遇：游戏长出来的电商，多款类似“页游”的小游戏具备极强的用户粘性。拼多多把握住了从淘系转移的低价产品供应链和淘客机会实现冷启动，并借助微信巨大流量、微信支付的崛起，实现爆发式增长。

2) 聚焦并满足大众对于“实惠低价”的需求，“少SKU、高订单、短爆发”有效聚集需求实现C2M，叠加“0佣金、推荐逻辑去中心化”降低流量成本。通过拼团模式短时间聚集大量需求，有效链接需求和供给两端，0佣金、去中心化，给予农产品、白牌商品更多流量曝光机会，使得平台持续有极致性价比的商品，形成良性循环。

2016年9月，同属于社交电商的拼多多和拼好货合并，实现优势互补。合并后，原拼好货CEO黄峥担任新公司的董事长兼CEO。拼多多作为游戏公司内部孵化的电商平台，整个团队在产品和技术上非常有优势，但是在供应链管控方面能力较弱；而拼好货主打水果社交电商，并实现了盈利，作为电商代运营团队，自带后端供应链管理基因，合并后可以实现优势互补，通过拼好货对于后端供应链的调整，拼多多的品控能力明显增加，奠定了电商巨头的地位。2016年7月，拼多多通过整点发放满减券+秒杀活动+拼图有奖游戏实现周年庆单日交易超1亿元，并通过与多家企业合作发展其后端供应链项目“拼工厂”。

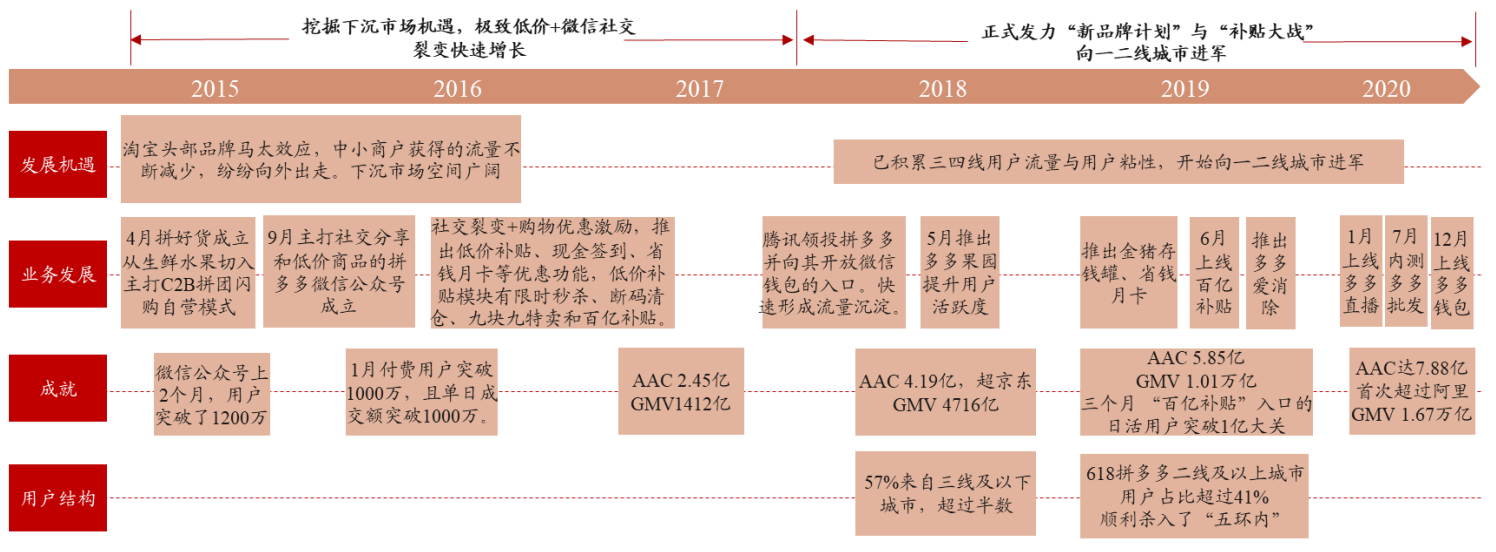
2017-2018，拼多多进入快速增长期。2017年9月，拼多多用户超过1亿，月GMV超10亿，日均订单超过100万单。至2017年下半年，拼多多开始全渠道投放广告进行营销，“拼得多、省得多”的广告被贴满了大街小巷；2017年底，拼多多推出“多多进宝”，可给推手设定一定的佣金比例，让推手去帮助商家分享商品链接。模式对标阿里淘宝联盟。2018年4月推出多多果园，以类似于“偷菜”的游戏模式增加用户在线时间、促进用户活跃度并鼓励用户在平台消费，增加用户留存率与复购率。

拼多多在2018年7月26日正式挂牌上市，以19美元/ADS的价格总计发行8560万份美国存托股票(ADS)，上市首日公司股价报收26.70美元，对应总市值达到296亿美元。同时于2018年实现GMV4716亿元，年活跃买家数达4.185亿的好成绩。到2018年12月，月活用户达2.71亿，在商业领域仅次于淘宝，领先京东近5000万。

2018-2019，拼多多向一二线城市进军。2018年12月，拼多多正式推出“新品牌计划”，通过需求端改革推动供给端改革，通过大数据实现大规模定制化C2M模式，为品牌解决“卖给谁、怎么卖、卖什么”的困境，扶持品牌全面发展。2019年6月1日，拼多多启动“百亿补贴”活动，联合品牌方为多款产品提供现金补贴，参与活动的产品多为iPhone、戴森吹风机、海蓝之谜等热门、高关注度、高单价的产品，百亿补贴活动持续到了“双11”和“黑五”，旨在吸引高净值客户。

2020年至今，增加用户粘性并寻求新的发展机会。在平台方面，百亿补贴升级至2.0阶段，拼多多从腰部品牌入手，对于品牌的补贴由现金补贴转至流量补贴，并且推动商品供给方由经销商转至品牌方，希望能够利用百亿补贴的流量效应吸引更多品牌方入局，丰富平台SKU体系。在用户方面，拼多多推出“多多直播”与“拼小圈”等社交类型新产品增加用户粘性与在线市场。在业务方面，拼多多开始着力发展其线下业务，多多买菜升级为战略性业务，拼多多力图凭借其在流量运营以及供应链上的优势，占领社区团购这个正在迅速扩张的市场，实现第二次飞跃。

图 6：拼多多发展历程



资料来源：公司官网，公司公告，公开资料整理，浙商证券研究所

1.3. 高管多为长期创业合作伙伴，投资者资源雄厚、多有助力

公司股权结构方面，自公司成立至 21 年 3 月，公司的第一大股东和公司实际控制人为黄峥，上市后通过 A/B 股（B 股拥有 1:10 的超级投票权）的模式一直持有超过 80% 的投票权。2020 年开始，黄峥先后转让 7.7% 的股份成立 Qubit GP Limited（合伙人集体），并捐赠 2.37% 的股份成立繁星慈善基金，2021 年 3 月 17 日，黄峥宣布“退休”，退出董事会，投身探索生命科学和食品科学的研究。其 1:10 的超级投票权失效，变成 1:1 投票权之后，其投票权全权委托董事会。截至 2021 年 3 月，持股 5% 以上的大股东腾讯、高榕资本、红杉资本分别约持有 7.8 亿股、3.6 亿股、3.3 亿股，持股及投票权分别达到约 15.6%、7.2%、6.7%。

表 1：核心股东的股权结构变动

		首次递交招股书	2018 年 12 月	2019 年 12 月	2020 年 12 月	2021 年 3 月
黄峥	持股比例	50.7%	44.6%	43.3%	28.7%	28.1%
	投票权	50.7%	89.0%	88.4%	80.1%	
董事会	投票权					28.1%
	持股比例				7.6%	7.4%
合伙人集体	投票权				2.1%	7.4%
	持股比例	18.5%	16.9%	16.5%	16.0%	15.6%
腾讯	投票权	18.5%	3.4%	3.4%	4.5%	15.6%
	持股比例	10.1%	8.4%	7.7%	7.3%	7.2%
高榕资本	投票权	10.1%	1.7%	1.6%	2.0%	7.2%
	持股比例	7.4%	7.2%	7.0%	6.8%	6.7%
红杉资本	投票权	7.4%	1.4%	1.4%	1.9%	6.7%

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

目前公司董事会成员 6 名，对外公开的高管 4 名，管理层相对稳定。拼多多的创始人及高管团队多拥有强技术背景，多为从欧酷网时期一起长期创业的合作伙伴，黄峥、阿布、陈磊包括产品高级副总裁郑振伟均为计算机专业背景，陈磊与黄峥均有谷歌等头部互联网公司技术岗位的工作经历。

表 2：拼多多核心人物、董事会及高管情况

姓名	职位	履历
黄峥	创始人	浙江大学本科，威斯康星大学麦迪逊分校计算机硕士学位。 2004 年加入美国谷歌。2006 年回国，参与谷歌中国办公室的创立； 2007 年离职创业，先后创立电商欧酷网、代运营乐其、寻梦游戏、农货电商拼多多。
阿布	联合创始人	浙江大学计算机学院硕士。 2007 年加入欧酷网实习，2010 年后在乐其担任技术、招商等职； 后担任寻梦游戏董事，负责技术、B 端 C 端产品、运营、招商、行政等多项业务； 2015 年将拼好货模式加以整合优化，再和寻梦游戏结合，创新出“拼多多”。 2020 年全面负责买菜业务。
陈磊	联合创始人 董事长兼 CEO	清华大学计算机科学学士，威斯康星大学麦迪逊分校计算机科学博士。 毕业后拥有谷歌的实习经历，美国雅虎、IBM 的正式工作经历。 2007 年回国就职于欧酷网担任研发架构工程师。 2010 年任新游地公司（2012 年更名寻梦游戏）高级研发架构工程师、首席技术官（CTO），后担任拼好货技术负责人。2016 年任拼多多 CTO，2020 年任 CEO，2021 年任董事长。 主导建设了拼多多核心的分布式人工智能体系，通过社交互动基础和消费者差异分析，实现用户数据和商品推送的千人千面，在商家和用户之间建立起高效的供需匹配关系。
林海峰	董事 (腾讯控股)	浙江大学工程学士学位，宾夕法尼亚大学沃顿商学院工商管理硕士学位。 1999-2001 年在诺基亚中国工作； 2003-2010 年担任腾讯控股子公司腾讯科技(深圳)有限公司并购部总经理。 腾讯金融科技总裁，腾讯控股副总裁。
沈南鹏	独立董事 (红杉资本)	上海交通大学学士，耶鲁大学硕士。 红杉资本全球执行合伙人，携程旅行网（1999 年）和如家连锁酒店（2002 年）创始人。
陆奇	独立董事	复旦大学计算机科学学士、硕士，卡耐基梅隆大学计算机科学博士。 1998 年加入雅虎，2007 年晋升为雅虎执行副总裁； 2008 年 1 月任微软任网络服务集团总裁；2013 年出任微软集团全球执行副总裁； 2017 年 1 月任百度集团总裁兼首席运营官，2 月任百度公司董事及董事会副主席，3 月起兼任百度智能驾驶事业群组总经理，2018 年 7 月卸任百度总裁； 现任 Y Combinator 中国创始人及首席执行官，Y Combinator 全球研究院院长。
杨荣文	独立董事	剑桥大学工程学士学位，哈佛商学院工商管理硕士学位(Baker Scholar 荣誉获得者)。 2013 年 11 月起任嘉里物流互联网执行董事；2012 年 8 月起出任嘉里物流互联网主席； 担任 KGL（嘉里集团）的副主席及董事。曾任新加坡财政部政务部长，新闻及艺术部长、卫生部长、贸易与工业部长及外交部长。
甘炳亮	独立董事 审计委员会主席	香港大学物理学学士，澳大利亚悉尼麦考瑞大学应用金融硕士。 新加坡注册会计师、特许公认会计师公会成员及特许金融分析师。 2005-2013 年任汇丰银行(新加坡)有限公司首席财务官； 2013-2016 年任汇丰中国的首席财务官； 2016-2018 年担任汇丰银行(中国)有限公司的副首席执行官和执行董事。
郑振伟	联合创始人 产品开发高级副总裁	镇江大学计算机科学学士学位和硕士学位。 2008-2010 年在百度公司担任多个职务； 2011 年起担任新友地工作室首席执行官。
肖俊云	联合创始人 运营高级副总裁	2007-2010 年担任欧酷网创始团队成员，运营经理
朱健翀	首席法务官 高级副总裁	在美国世达律师事务所担任公司业务律师和资深顾问、在美国伟凯律师事务所担任合伙人

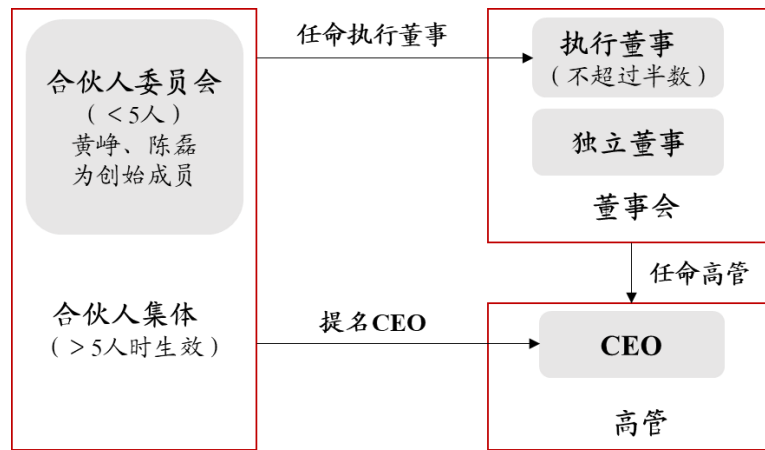
资料来源：公司公告，电商报，晚点，百度百科，浙商证券研究所

公司治理方面，拼多多设立合伙人制度，但不同于阿里合伙人是通过控制过半数董事而控制公司，拼多多合伙人则是控制执行董事（执行董事不超过半数），合伙人拥有执行董事的直接任命权和 CEO 的提名权，但拼多多合伙人需要不少于 5 人时，相关权利才能生效。拼多多合伙人每年评选一次，现任合伙人有提名新候选人的资格，候选人需获得 75% 的合伙人投票认可才能入选。拼多多合伙人委员会的创始成员为黄峥和陈磊。

历史融资情况方面，2015 年 8 月，拼多多在创业初期获得高榕资本领投、IDG 跟投的 800 万美元 A 轮融资；在 2016 年 7 月又获得高榕资本、腾讯等投资者的 1.1 亿美元 B 轮融资；2016 年 9 月，拼多多和拼好货宣布合并，拼好货成为其子公司；2017 年 1 月拼

多多完成了红衫资本数亿美元的 C 轮融资；2018 年 4 月上市前夕，获得腾讯、红衫联合领投的 30 亿美元 D 轮融资；综合上市募集到的 16 亿美元，拼多多三年内累计融资了约 50 亿美元。上市后公司进行了三次融资，共筹集资金 38.5 亿美元，用于公司的“新品牌（C2M）计划”、百亿补贴、农产品上行及技术研发等活动。

图 7：拼多多合伙人制度



资料来源：公司招股书，浙商证券研究所

表 3：拼多多历史融资情况

日期	融资轮次	金额	投资方
2015/8/1	天使轮	未知	Mind 魔量资本
2016/3/1	A 轮	800 万美元	高榕资本、IDG
2016/7/20	B 轮	1.1 亿美元	凯辉基金、新天域资本、高榕资本、腾讯投资、光速中国
2017/2/1	C 轮	2.13 亿美元	凯辉基金、高榕资本、腾讯投资、红衫资本
2018/4/11	D 轮	13.69 亿美元	腾讯投资、红衫资本
2018/7/26	赴美上市	16 亿美元	公开发行
2019/9/29	战略投资	10 亿美元	—
2020/3/31	定向增发	11 亿美元	—
2020/11/17	可转债融资	17.5 亿美元	—

资料来源：企查查，浙商证券研究所

1.4. “最强大脑+本分员工”，组织极度扁平高效

拼多多人员精简，内部管理相对扁平化。根据 CEO 陈磊 2020 年 10 月公开披露来看，仅有 7000 余人，与京东 36 万，阿里、字节 10 余万，腾讯 8.6 万，甚至网易超过 2 万、携程超过 3 万的员工规模相比，拼多多人员极精简。职级也相对阿里腾讯均有简化。汇报关系更加简化，以多多买菜为例，多多买菜负责人阿布，管理着一定数量的业务负责人，这些业务负责人下面再带一定数量的一线工作者，管理实现极致扁平。

公司发展过程中，始终采用一套高效的内部业务孵化方法：业务创业阶段，由核心管理层带队攻坚，给予新团队足够的利益激励和极高的效率要求。业务成熟阶段，对业务进行标准化拆解，通过更多智能化、减少更少内耗保持业务高效运转。

- 业务创业阶段，让公司经验和能力俱佳的管理者带队攻坚，给予新团队足够利益上的激励。同时管理上，小团队化和扁平化，这样能够很好的让业务快速的

跑起来，最大程度激发大家的积极性和创造力，减少内耗，结果最优。黄峥希望能够以8人以内的团队把业务跑起来，如果大于8人就进行业务拆解。

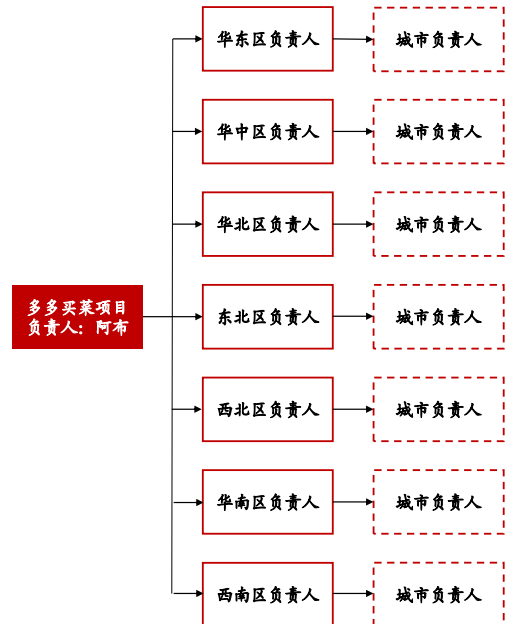
- **业务成熟、守业阶段，善于攻坚的管理者继续投入到新型业务的攻坚中，原有业务转为“传统业务”类别，进行标准化管理。**原有业务捋顺之后，会由阿布及其他高管团队对业务进行全流程的拆解和标准化，该业务的员工只需各司其职，则可以保证业务的良性运转。并通过更多进行智能化提升效率，队伍依然精简，减少内耗和人为性的阻止业务智能化。

图 8：拼多多职级相对扁平



资料来源：小红书，浙商证券研究所

图 9：多多买菜职级极致扁平：阿布一负责人一具体业务



资料来源：晚点，浙商证券研究所

公司多业务发展阶段，组织架构会不会遇到瓶颈？有头部最强大脑的管理层团队，带着各个突破发展新业务。业务被攻克后，通过业务流程的标准化、智能化提升效率，业务有效运转，业务成熟之后，该业务的发展并不依赖于特定的人本身。

公司能不能持续跑的很快，跑马圈地，实现弯道超车？公司最强大脑们持续创业，带领小团队实现快跑，是所有互联网中相对最为扁平 and 精简的业务团队。核心业务由本身团队负责，非核心的部分寻找更专家的合作者（比如组织基层供应链，通过和一些有基层供应链组织能力的产业链平台合作）。

2. Costco+迪士尼：底层逻辑源自用户需求，重视社交游戏， 重构高效供应链

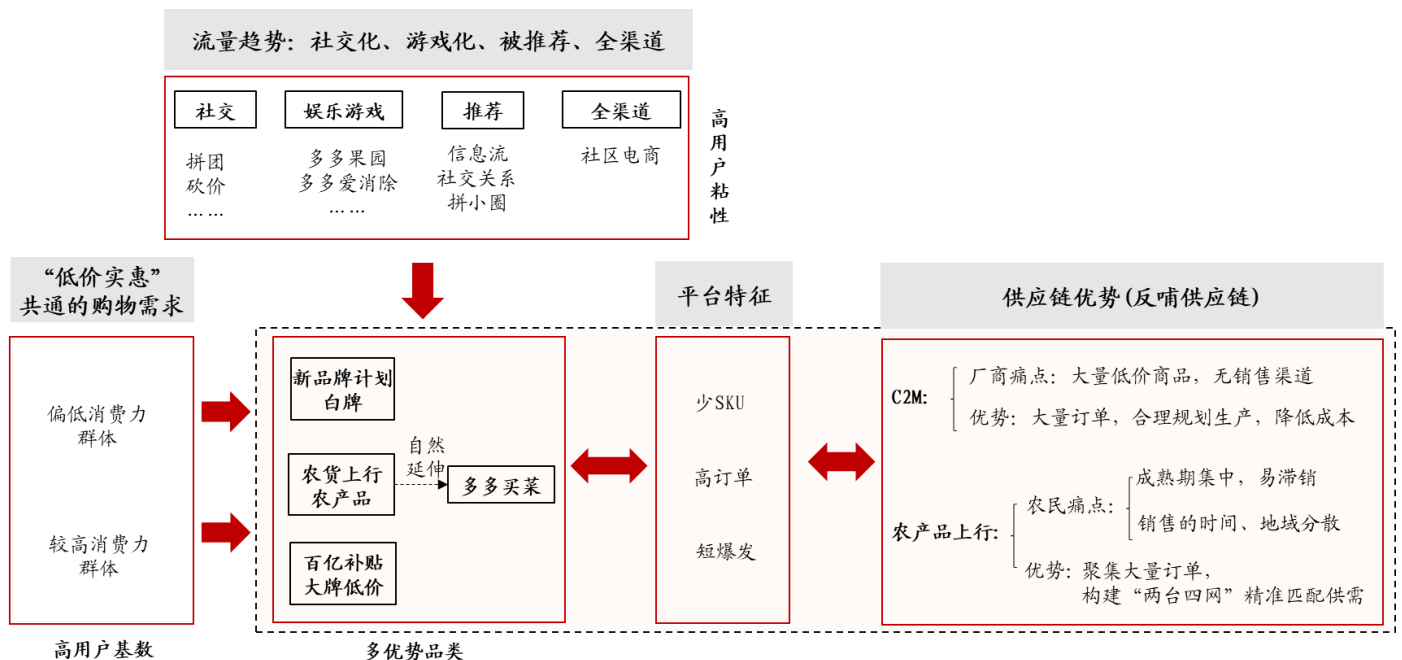
“拼多多将是一个由分布式智能代理网络（而非时下流行的集中式超级大脑型 AI 系统）驱动的“Costco”和“迪士尼”（即集高性价比产品和娱乐为一体）的结合体。”——2018 年黄峥《致股东信》

“现在，我们看见互联网解决的已经不只是效率问题，人们的虚拟与现实，线上与线下已经难分难解，相信“Costco+迪士尼”必然是零售消费市场的未来。”——2020 年黄峥《致公司全员信：拼多多的一小步》

拼多多希望的发展方向是实惠与乐趣相结合，形象的说法即为“Costco+迪士尼”，其中“Costco”指代的商业模式聚焦不同消费能力群体的对于“低价实惠”共通需求，通过更好的对接供需两侧，通过 C2M、农产品上行等源源不断地带来高性价比商品。而“迪士尼”指代的商业模式为把握住社交流量、游戏化趋势，让购物平台更有娱乐性，通过融入一些游戏元素和极致，带给消费者更多乐趣。

拼多多流量端，把握下沉市场电商发展痛点、社交和娱乐趋势、推荐技术支持人“懒惰”本性的发展机遇，聚焦不同消费能力群体的对于“低价实惠”共通需求（高用户基础）、融入社交及游戏元素（高使用粘性）、汇集高性价比商品所形成的平台-商家-顾客良好循环（高留存率）的独特优势，而独特的战略优势背后是融入社交关系的精准推荐算法与高效的供应链系统。

图 10：拼多多战略及优势



资料来源：浙商证券研究所

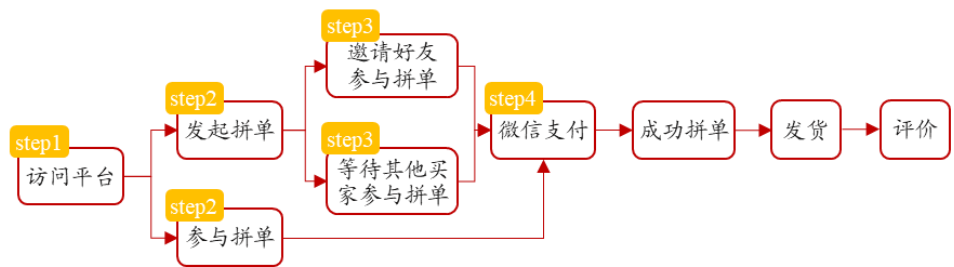
2.1. 引流端：推荐降低门槛打入下沉市场，百亿补贴进军高线市场，社交-游戏-消费循环增强用户乐趣

“社交拼购+微信支付+用户被动接受推荐”的模式降低门槛打入下沉市场。

大量新触网、欠发达地区以及年纪较大的用户群体，其刚需的“连接”在微信即可完成。“微信”是很多新触网用户的首个 app，微信支付是唯一支付工具。而新触网用户去下载和使用新 APP 的门槛变高，导致转化更加低。由于微信向拼多多开放了流量入口，用户便可直接分享至好友、朋友圈，被分享者也无需进一步跳转第三方平台，可以有效转化。

搜索模式的电商平台具有天然高门槛的特性，使用者需要输入自己需要的信息以获取商品而无法体验到“逛”的感觉，这也是淘系进军下沉市场中屡屡受挫的原因，而拼多多重推荐、“货找人”模式的改变是其能够在下沉市场获得成功的重要原因之一。

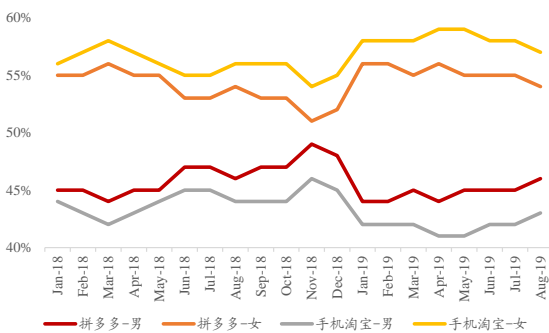
图 11：社交拼购曾情信任、微信支付降低门槛、无购物车促进转化



资料来源：浙商证券研究所

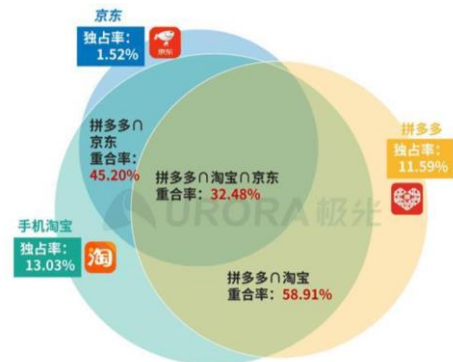
百亿补贴是争夺一二线城市消费者的重要战略手段。目前淘系的服装以及美妆产品以电子、美妆类品类入手，通过与品牌商合作进行高额让利，为顾客提供性价比较高的产品，希望能够实现“每天都是 618，每晚都过双 11”的目标。此外，增加的化妆品品类也将有效提高拼多多的女性使用者比例，弥补在用户结构上和淘系的差距。

图 12：淘宝女性用户比例高于拼多多



资料来源：极光大数据，浙商证券研究所

图 13：拼多多和淘系重合度较高



资料来源：极光大数据，浙商证券研究所

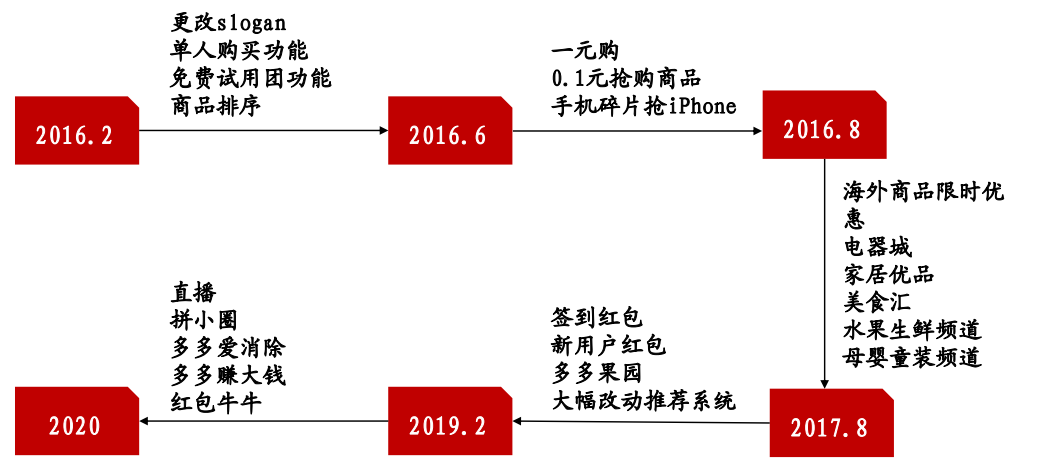
表 4：百亿补贴商品价格实惠

品类	产品	拼多多价格(元)	淘宝价格(元)	京东价格(元)
数码	iPhone 64G	5849	6299	6299
数码	华为 Mate 30E Pro 128GB	4599	5299	5299
数码	联想小新 Air14 16GB 512GB SSD	5099	5598	5699
运动	UA Armour 男子短袖运动训练紧身衣	119	180	249
美妆	海蓝之谜浓缩密集修护眼霜 15ml	899	1780	1320
美妆	宝格丽大吉岭茶 30ml	258	298	459
美妆	汤姆福特奢金柔光粉底液 30ml	628	1200	—
美妆	修丽可色修杜克植萃精华液 30ml	399	595	595

资料来源：拼多多、手机淘宝、京东 app，浙商证券研究所（2021 年 3 月草根调研数据）

对流量趋势有强洞察力，强化社交游戏功能、全渠道融合，开拓多场景提高用户粘性。5.0版本至今，拼多多推出直播板块继续开拓新的商业模式，推出拼小圈不断探究新的社交功能；在游戏社交功能方面：拼红包玩法升级、同时推出多多爱消除、多多赚大钱、红包牛牛等游戏性功能；拼多多推出火车票、餐饮券、酒店预订和多多买菜的功能，开拓更多场景提升用户粘性。

图 14：拼多多产品革新历程



资料来源：人人都是产品经理，拼多多 app，浙商证券研究所

社交板块注重互动，形成社交-消费循环，解决信任问题，降低消费者决策成本。拼多多主站目前主要的社交互动板块为直播、摇现金、拼小圈与跟着好评买等。其中“拼小圈”位于拼多多首页的显著位置，用户可在里面看到好友最近买了什么，并且可以分享有关图文动态。

游戏板块以养成型为主，通过降价/提现吸引消费者，并在游戏过程中促使消费者完成任务提高粘性并促成消费。游戏板块主要产品为多多果园、多多赚大钱、红包牛牛和多多爱消除。

表 5：拼多多社交和游戏板块

板块	产品	介绍
社交	直播	主要覆盖流行穿搭、珠宝首饰、歌舞娱乐、美食生鲜等方面，主播对商品进行推广并统一引流至右下角“礼盒”中的商品链接，直播可以被分享至微信与拼小圈，在观看直播达到固定市场还会有红包放送。其主要目的为在促进顾客在直播间消费的同时，通过红包、分享等方式增加顾客与主播的互动和顾客的在线市场，进而形成消费-社交的循环。
	摇现金	主要有四种不同的功能：微信拼红包、每日领红包、限时送现金以及和朋友面对面摇手机获得现金。微信拼红包和和朋友面对面摇红包旨在通过微信和线下社交的方式增加用户数量和活跃度；每日领红包和限时送现金旨在提高用户活跃度并培养定时上线的习惯。
	拼小圈	主要展示自己好友所拼单的商品，同时在添加好友界面还有寻找身边的人和寻找通讯录好友功能，拼小圈是的拼多多软件内部也有了“朋友圈”，同时将社交范围扩大至通讯录、附近的人以及好友的好友，加强其社交功能。
	跟着好评买	是以评论主导的社交板块，通过展示“物美价廉”、“划算”等不同评论标签的商品促进用户消费；对于用户来说，选择已经拥有大量特定好评的商品是一种高效率高性价比的购物方式。
游戏	多多果园	给果树浇水，当果树成长到一定程度就可以换取真实的水果，而培养水果的水和化肥需要通过浏览商品、购买商品、分享商品等活动换取。
	多多赚大钱	通过参与任务来领取金币，通过积攒金币获得优惠券，从而低价换购商品。
	红包牛牛	通过合成更高级的“牛牛”和让“牛牛”在游戏界面打工来获得金币，金币积攒到一定程度可以提现，金币也可以通过完成任务的方式获取。
	多多爱消除	以通关 20关+签到 15天就可以提现来吸引消费者，如果无法通关即可以通过充钱/完成任务的方式购买道具。

资料来源：拼多多、手机淘宝、京东 app，浙商证券研究所

图 15: 拼多多直播界面



资料来源: 拼多多 app, 浙商证券研究所

图 16: 拼多多摇现金板块



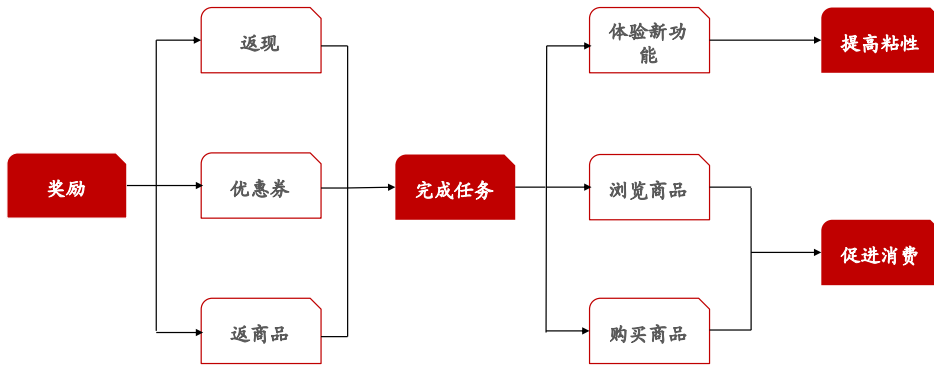
资料来源: 拼多多 app, 浙商证券研究所

图 17: 多多果园增加用户的留存率和活跃度



资料来源: 公开资料整理, 浙商证券研究所

图 18: 拼多多游戏功能主要逻辑

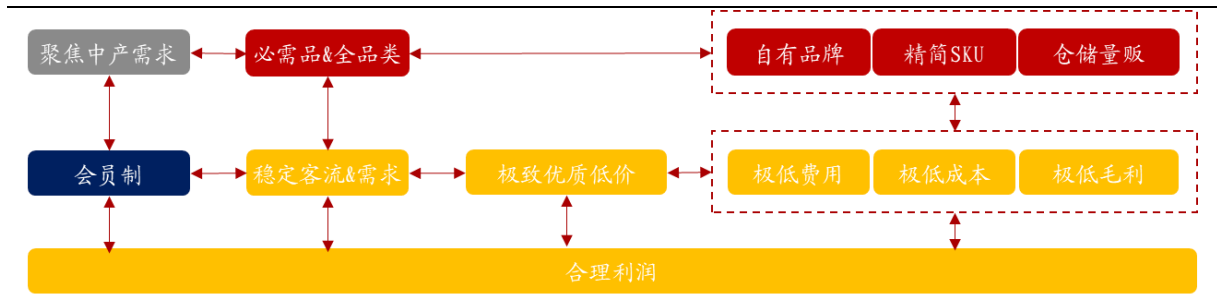


资料来源: 浙商证券研究所

2.2. 供应链端：聚焦思维提取大众的“实惠”需求，C2M 重构供应链

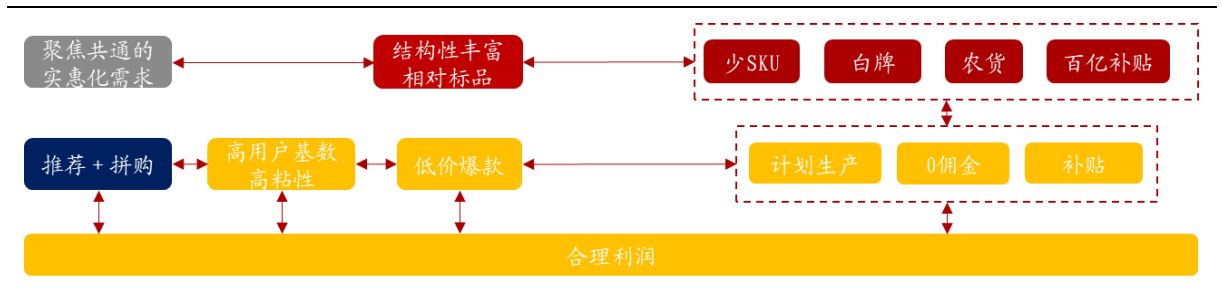
聚焦思维聚焦“优惠商品”，在结构性丰富的同时，能够降低 SKU 数量，实现高订单量，规模化聚拢零散性需求，可向上游供应链做批量采购、定制和生产指导，解决销售“盲盒”，反哺农业和工业生产。0 佣金、去中心化，给予农产品、白牌商品更多流量曝光机会，使得平台持续有极致性价比的商品，形成良性循环。

图 19：Costco 聚焦中产解决需求做针对性产品定制



资料来源：浙商证券研究所

图 20：拼多多提取聚焦“实惠”的需求



资料来源：浙商证券研究所

新品牌计划是拼多多实现 C2M 供给侧改革和品牌深度绑定的武器。拼多多在 2018 年 12 月推出“新品牌计划”，目标以 C2M 模式帮助 1000 家工厂打造爆品，截止 2020 年 9 月，已经有 1500 家企业参与定制研发，研发出 4000 多款定制化产品，共生产 4.6 亿笔定制化产品订单。“新品牌计划 2.0”的目标是在 2021-2025 年间开拓 10000 亿定制化产品增量市场，推出 10 亿定制化产品，并协助 5000 家制造企业孵化更多自主品牌。“0 佣金”及免费流量扶持“低价实惠”商品的曝光。整个平台导向为“性价比”，算法策略上，部分高性价比商品会得到免费流量。

用户画像及用户心智相对聚焦“低价实惠”，且拼多多广告产品相对较少，是针对性孵化品牌和产品的沃土。拼多多三到四线的人群数量占比非常高，五环内的人群使用拼多多也是冲着极致低价去的，这意味着目前没有其他渠道和拼多多人群结构这样简单。淘系由于广告推广产品过多，很难去区分到底是产品或者哪一推广环节打动了用户。

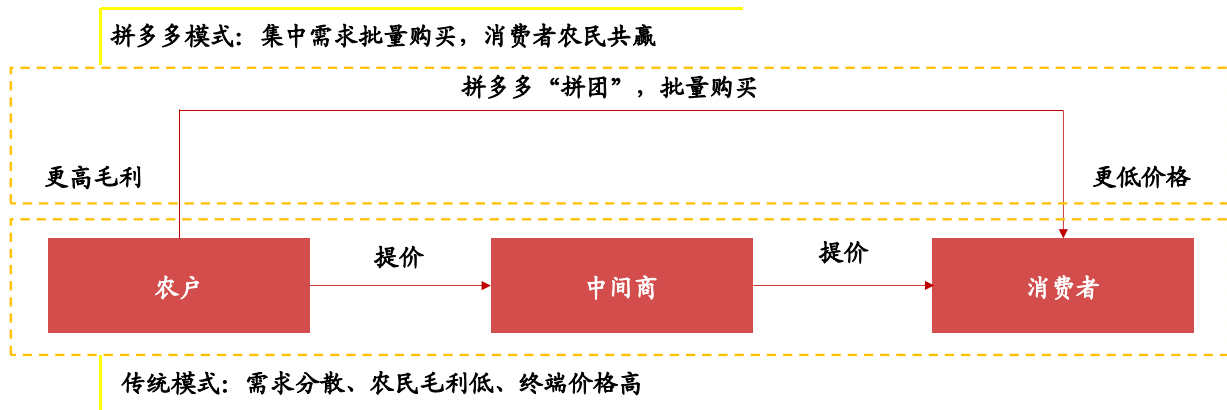
表 6：拼工厂赋能，企业业绩大幅提升

品牌	主营业务	成就	图片
三禾锅具	锅具、刀具	2019 年销量在拼多多平台上实现 300% 增长；2020 年上半年整体销售额同比增长 116%	
丝飘	抽纸	2018 年全年销售额较入驻拼多多之前增长超 10 倍 2019 年销售规模同比增加 75%	
可心柔	抽纸、宝宝用纸	2020 年双十一期间一天冲破 3000 万销售额	

资料来源：中华网、公司官网，浙商证券研究所

农产品线上化核心在于“拼购模式+需求链接+低流量费”。创建直连田地的供应链和物流系统，精简农产品经销成本，将本分散在田地的农户集合，在创建新型商业模式的同时帮助农业发展，在其他电商的重围中走出一条新路径。**拼购模式**打破农产品销售在时间与空间上极度分散的状况，将本来时间、空间上极度分散的农产品交易变革为短期内的同质化需求，能够实现短时间大量订单的汇集，反馈至田间，能迅速消化大批量的当季农产品。突破了农产品受到地域和时间限制的发展弊端，把数亿小农户和消费者对接的复杂网络，变成简单的网络。这种强行规模化、集约化也为线上化的后续动作提供了可能。“去中心化”流量分配机制能够实现更高的匹配效率，相对高频、极致性价比商品又能提高转化，能够使得商家流量成本低。

图 21：拼团模式实现消费者农民共赢



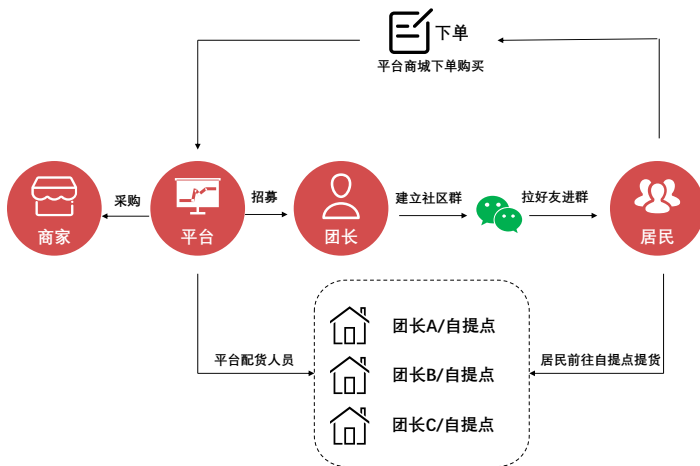
资料来源：36 氪，浙商证券研究所

3. 多多买菜：优势的全渠道延伸和巩固，拼多多新增长点

线上发展将触及天花板，多多买菜是现有业务的自然延伸，供应链优势的发挥和巩固：拼多多在 2020 年推出多多买菜，是拼多多业务的一个很自然的线下延伸，无论是用户群体（价格敏感）、购买模式（信息驱动货物）还是货品选择（少 SKU、高订单、短爆发）都与已有商业模式相同，多多买菜也能更好地发挥和巩固供应链优势（尤其是农产品供应链优势），同时在拼多多年度活跃买家已经达到 7.88 亿的相对高位下，同时获客成本不断增加，迅速扩张的时期即将结束，下一步对于用户粘性和 ARPU 对于拼多多的发展将更加重要。多多买菜也是丰富用户消费场景、提升用户购买频次的重要增长点。

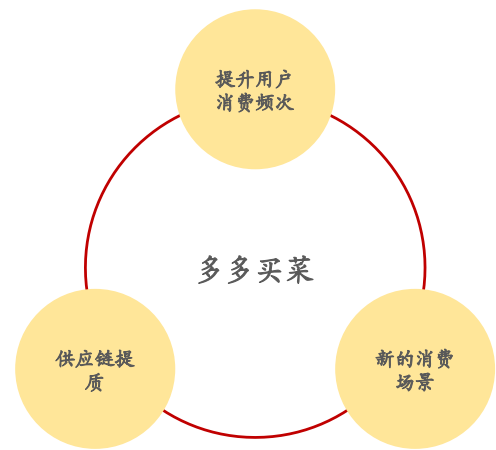
- **丰富用户消费场景**：为既有用户提供次日达服务，拼多多现有的履约时效很多都需要 3 天左右；同时丰富产品品类，为日常生活需要提供消费场景。
- **提升用户消费频次**：拼多多在下沉市场已经建立了用户基础，拥有 7 亿多用户，用户停留时间方面也在电商平台中领先。多多买菜为高频业务，能有效提高客单量，频次也将支撑起拼多多的市值空间。
- **提升供应链能力**：拼多多起家农产品及快消，在这块市场如果要建立更深的壁垒门槛，需要有强大供应链作为基础。拼多多主站物流主要外包给顺丰、圆通等物流公司进行配送，而多多买菜采用自营中心仓，招募团长建立城市网格仓网络的供应链模式，为其进一步发展冷链以及更高效的物流配送服务提供基础。

图 22：多多买菜运营方式



资料来源：浙商证券研究所

图 23：多多买菜战略意义



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

相较于美团优选、橙心优选等入局者，多多买菜的重要优势在于：**1) 农产品供应链优势**，最早从拼好货开始做起初步奠定农货供应链基础，差异化聚焦“最初一公里”，推出“山村直连小区”及“两台四网”的农产品上行战略，为最大的中国农产品电商市场，2020年GMV为2700亿元；**2) 组织高效优势**：阿布作为多多买菜的主要负责人亲自带队，买菜团队人员精简、区域自治，高效灵活。**3) 流量协同优势**：主站买菜互相导流，买菜位于主站醒目的核心位置，主站强引流、平台化而非社群化的销售方式使得拼多多团长存在感较弱、团长佣金也低于其他平台。

3.1. 农产品供应链优势：差异化聚焦“最初一公里”，助力生产端数字化改造

拼多多“不做别人更擅长的事情”。包括阿里、京东等电商巨头和新兴的生鲜电商平台，更多聚焦流通和“最后一公里”环节，实际上相比“最初一公里”，“最后一公里”已经比较完善。拼多多差异化深入到生产环节，探索出低成本、可复制、易推广的助农方案。

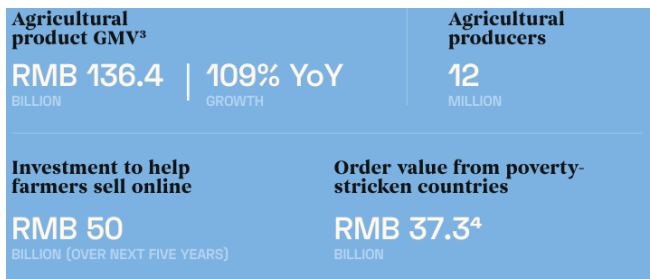
拼多多推出“山村直连小区”及“两台四网”（农产品上行平台、互联网农业数据平台、地网、天网、农产品物流网和农业科技网）的模式，构建出整张供给网络，充分对接供需。

地网是以新农人为节点，通过懂电商、有文化、懂互联网的新农人，在各个主要的农产区，通过完善基础设施和上行通道。

天网是通过拼多多的技术人员，建立了一张农货中央处理系统，集齐全国所有产区包括但不限于农产品品类、成熟周期、上行规模、区域物流条件、到各地需要的时间等信息，以及在前端平台消费者的订单信息是怎样的，消费者对于农产品的口碑、服务，通过系统运算，每个产区的农产品到成熟季节就精准匹配到用户。

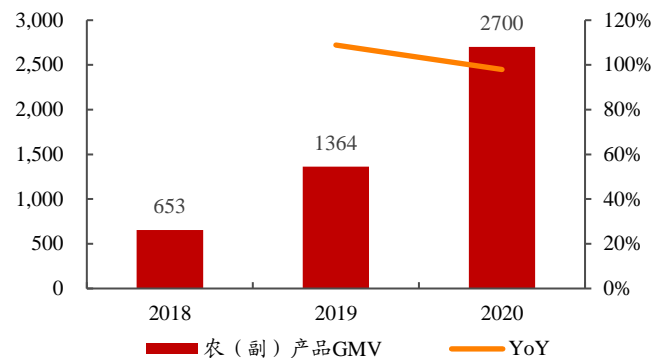
在天网和地网的构建下，2018年农（副）产品GMV653亿元，累计带动了6.2万余名的新农人返乡。2019年又进一步提出打造“两台四网”，以创建中国领先的农产品上行平台和互联网农业数据平台为目标，在“地网”和“天网”的基础上，再推出农产品“物流网”和农业“科技网”。2019年农（副）产品GMV1364亿元，其中注册地址为国家级贫困县的商家数量达36万家，年订单总额达372.6亿元。20H1新农人超过10万。2020年农（副）产品GMV2700亿元。

图 24：2019 年拼多多农产品营收增长超 100%



资料来源：拼多多 ESG 报告，浙商证券研究所

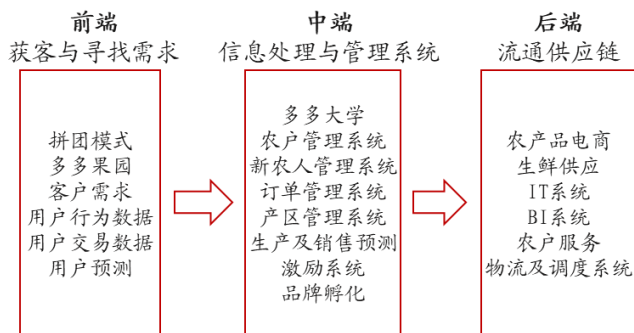
图 25：拼多多农产品 GMV 高增（单位：亿元）



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

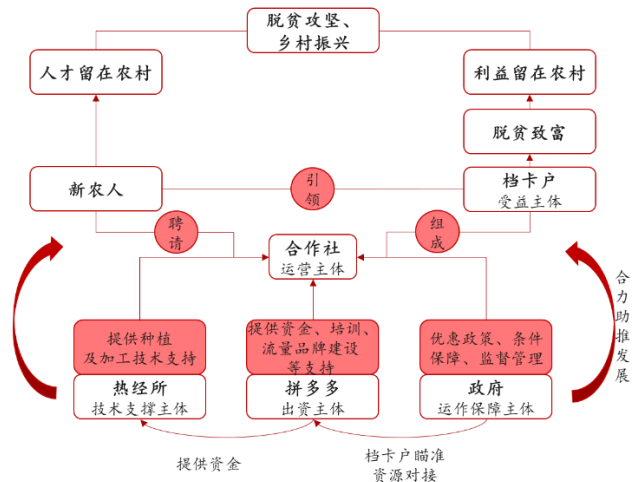
推动农业上游的现代化变革，提高产业效率，保障农户利益。拼多多通过收集、分析农产品大数据，针对不同地区制定种植方案，提升农业亩产值；另外，拼多多还联合包括中国邮政在内的物流方以及平台新农人，梳理构建农产品的流通链路、提升效率；这些举措都极大地推动了农业上游的产业变革，为农村的农产品上行创造了良好的流通环境。并在稳定的长效供需机制上，探索、实践新的分配机制，让农户成为全产业链的利益主体，推动人才本地化、利益本地化、产业本地化。

图 26：农货中央处理系统示意图



资料来源：35 斗，浙商证券研究所

图 27：“多多农园”项目运作基本机制



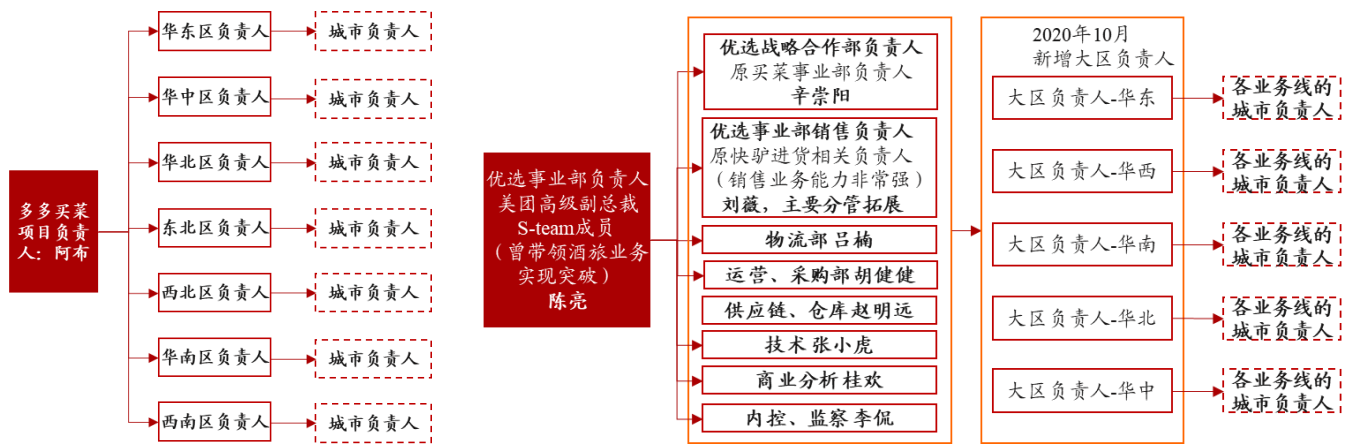
资料来源：2019 拼多多农产品上行发展报告，浙商证券研究所

3.2. 组织效率和流量效率优势：组织精简高效灵活，主站买菜互相导流

在人员方面，“阿布”作为多多买菜的主要负责人亲自带队，将多多买菜放在战略第一位，抽调大量人员进入买菜业务。在组织建设方面，采用区域自治“高效冲锋团队+大地方小中央”的模式，区域拥有较大权力，一方面具有较大权利进行地方策略的调整，另一方面可以不经审批用超行业水平 30%-50%的薪酬挖人。拼多多“高效冲锋团队+大地方小中央”的组织形式与美团“大中央小地方，地方仅仅推进中央决策”组织形式有所不同，拼多多借助这种区域自治的灵活打法，迅速起量。上线半年多即比肩美团等先入者。

在流量端，拼多多先于美团和滴滴将主应用流量导入买菜业务。拼多多主站每个页面都会进行放置横幅引流至多多买菜，目前多多买菜的流量已基本和主站一致，有良好发展的流量基础。

图 28：多多买菜组织结构较精简：小中央，大地方



资料来源：晚点 LatePost，公开资料整理，浙商证券研究所

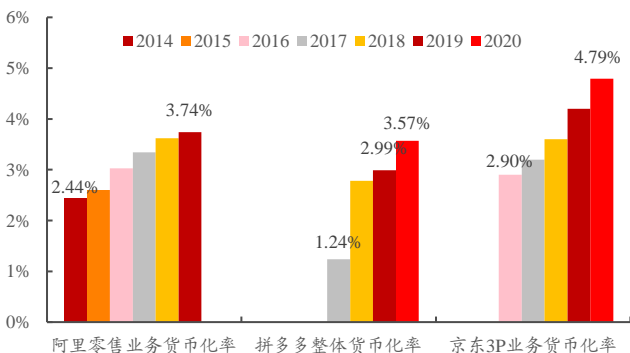
4. 关注场景延伸+优势巩固+品牌拓展带来的用户留存与复购

消费场景的延伸、优势品类巩固、品牌和品类的拓展，带来用户留存和复购提升，进而带来购买笔数和笔单价的提升，最终驱动未来平台收入提升。拼多多货币化率达到较高水平，20 全年为 3.57%。2020 年 AAC 为 7.88 亿。ARPU 为 2115 元，同比增长 23%，与阿里 FY2020 ARPU9076 元相比，仍有极大空间。

4.1. 货币化率逼近成熟电商，营收增长的核心驱动在于 GMV 提升

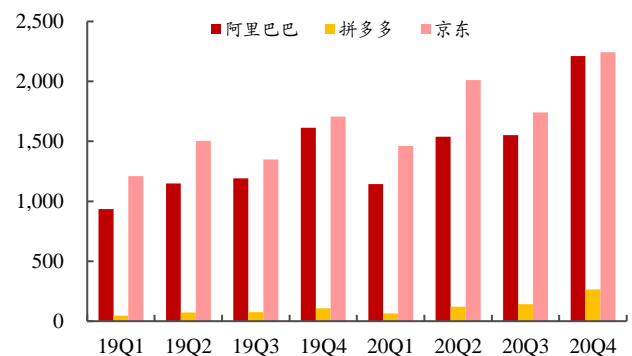
拼多多 2017-2020 年货币化率稳定上升，达到较高水平。尽管由于 2020 年上半年疫情影响，拼多多为扶持平台商家，降低流量成本，20Q4 货币化率（广告+佣金）测算为 3.66%，20 全年为 3.57%，阿里货币化率 FY2019 为 3.62%、FY2020 为 3.74%

图 29：阿里巴巴、拼多多、京东年度货币化率



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图 30：阿里巴巴、拼多多、京东营业收入（单位：亿元）



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

2019 年拼多多营收 107.9 亿元，同比增加 90.89%；2020 年拼多多营收 265.48 亿元，同比增长 145.98%。整体营收随 GMV 保持高速增长趋势，但规模上远低于京东与阿里的千亿体量。阿里以电商为核心业务，同时打造云计算、数字媒体娱乐以及其他创新业务增长点，京东则以自营业务为主，同时发展仓储物流等建设设施。拼多多主营收入分为网络市场服务收入、佣金收入、商品销售收入，三项业务实际上都与电商业务相关

表 7：拼多多已初步建立起完整的商业化体系

目标客户	广告产品	投放模式	服务内容	展示位置	付费方式
个人营销类	多多进宝	通过多多进宝网站、公众号、多多团长 APP 及推手分享的渠道	商家自主设置优惠券和佣金比例，激励多多进宝推手分享商品链接，买家获得优惠券完成购买后，推手获取佣金	/	收取佣金服务费
效果广告类	多多搜索	自定义投放、智能投放	商家通过搜索推广使商品排名靠前，获得优先展示机会	关键词搜索页面的第 1、7、13、19 等位置、每隔 6 个商品的推广广告位	CPC
	放心推、多多场景	自定义、oCPX、智能投放、智能投放	商家通过定向条件与资源位的不同组合方案进行推广展示	首页推荐位、类目商品页、商品详情页、营销活动页、优选活动页	根据转化出价、成交/询盘/收藏/店铺关注收费
	聚焦展位	自定义投放	凭借优势资源位，以图片展示为基础，精准定向为核心，帮助商家实现店铺和单品的推广	APP 首页 Banner 轮播图的第 2-7 帧	CPM
	直播推广	自定义	商家通过投直播间广告位，提升观看人数	多多果园水滴任务、签到领现金招财猫任务等	CPC
品牌广告类	明星店铺	搜索结果页展示	商家申请明星店铺，在品牌词和相关关键词的搜索结果页获得展示机会	搜索结果页首屏首位	CPM
	店铺推广	自定义、oCPX 推广	商家通过付费推广店铺，吸引人流	多多果园水滴任务、现金签到拼单返现页	CPC 根据关注出价
	CPT 展示广告	智能投放	商家向全景人群进行推广展示	首页 banner 中 2-5 帧、多多果园/爱消除/签到等	单次推广 固定价格

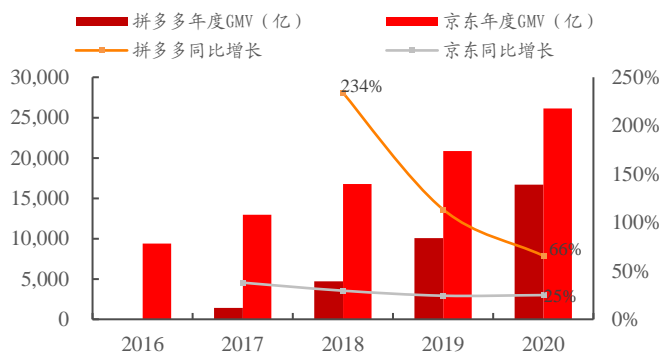
资料来源：多多大学网站，浙商证券研究所

4.2. 品类丰富、高频消费品、用户粘性提升，驱动 GMV 增长

消费场景的延伸、优势品类巩固、品牌和品类的拓展，带来用户留存和复购提升，进而带来购买笔数和笔单价的提升

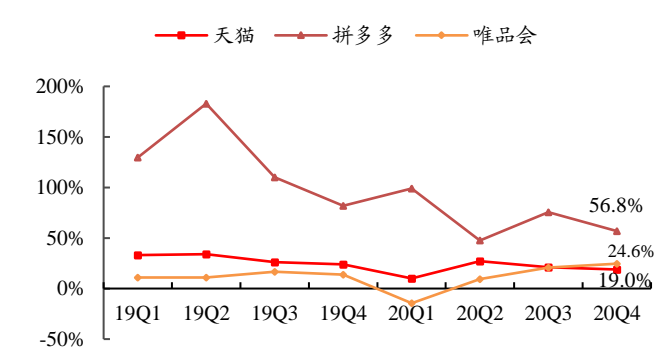
2019 年拼多多 GMV 突破 1 万亿元，同比增长 113%，同期京东 GMV 为 2.1 万亿元；2020 年 GMV 达到 1.67 万亿元，同比增长 66%；分季度看，由于规模提升，GMV 增速趋降，但远超行业大盘。

图 31：2016-2020 年拼多多年度 GMV 逼近京东



资料来源：公司财报，浙商证券研究所

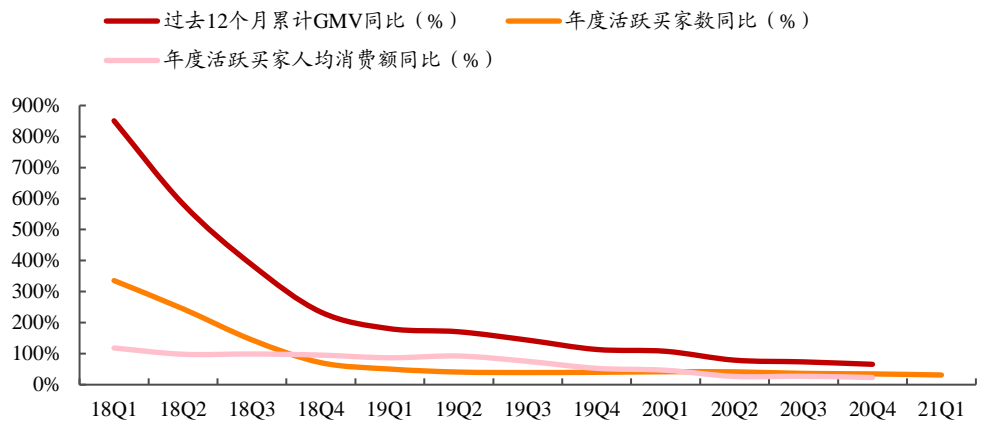
图 32：对比天猫、唯品会，拼多多 GMV 维持高增速



资料来源：公司财报，浙商证券研究所

2020 年用户增长依然是 GMV 主要驱动力。由 $GMV = \text{年度活跃买家数量 (AAC)} * \text{年度人均花费金额 (ARPU)}$ 公式可知，拼多多在 18Q4 之前 GMV 的主要驱动力为不断快速增长的活跃买家数量，而在 18Q4 后，拼多多年度人均花费金额的增速超过年度活跃买家数量，在 2020 年中出现了波动，但整体来说，ARPU 起着越来越重要的作用，已成为提升 GMV 增长的主要驱动力。

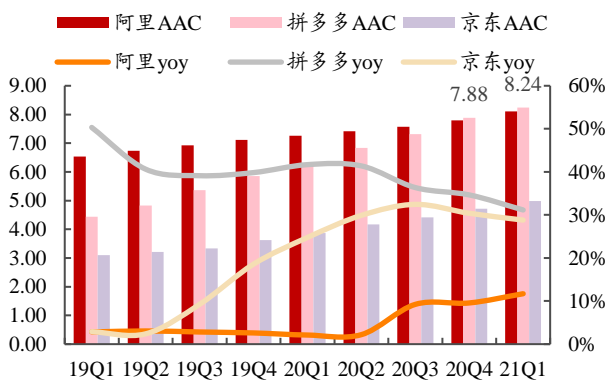
图 33: 拼多多 GMV 推动因素



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

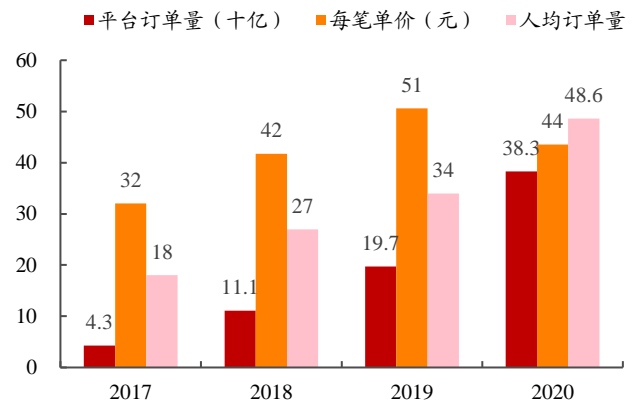
用户数相对达到高位, 2020 年拼多多累计新增活跃买家超 2 亿, 其中 Q4 新增 5710 万。截至 21Q1, 拼多多 AAC 达到 8.24 亿人, 继 20Q4 首次超过阿里巴巴后, 21Q1 继续保持超越。

图 34: 拼多多年度活跃买家超过阿里巴巴 (单位: 亿)



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

图 35: 人均订单数和每笔单价推动单客平均消费增长



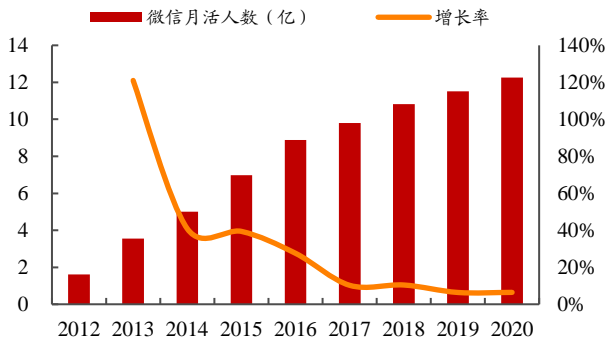
资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

根据中国互联网络信息中心, 截至 2020 年 12 月我国网民规模达 9.89 亿。2020 年拼多多年度活跃买家数量首次超过阿里巴巴, 达 7.88 亿人; 同时, 背靠微信社交流量, 拼多多活跃买家数量将受到微信年度活跃人数的限制。随着微信年度活跃人数触及中国网民数量的天花板, 拼多多年度活跃买家增速放缓是必然趋势。

人均消费方面, 2020 年拼多多用户单客年均消费为 2115 元, 同比增长 23%, 但相比阿里巴巴和京东仍然有很大的上升空间。将单客平均消费拆分到订单量和每笔单价来看, 拼多多在 2020 年人均订单量同比增长 42.9% 至 49 单, 平台订单总量同比增长 94.92% 至 383 亿单, 每笔单价下滑 14% 至 44 元, 主要由于拼多多补贴政策转向购买频率高、客单价低的日用品品类。总体来说, 拼多多通过社交游戏类功能的开发 (提升活跃买家数并提高人均单数)、增加品类以及品牌化 (提高每笔单价) 上取得成就, 推动 GMV 提升。

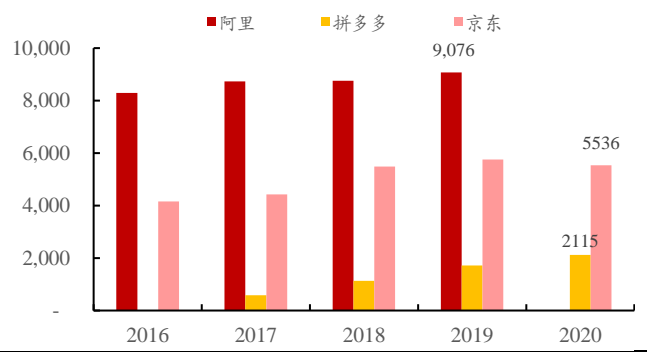
而拼多多现在的 ARPU 大约只有阿里巴巴的 1/5, 不足京东 ARPU 的 1/2, 仍然有较大发展空间。提升 ARPU 主要需要提高每笔单价和复购率 (购买频次), 在复购率方面, 拼多多通过添加社交和游戏元素提高用户在线时长并加强互动, 通过多多买菜提升消费频次; 而在每笔单价方面, 通过百亿补贴和新品牌计划引进更加高端的品牌, 希望能够借此打进一二线市场, 争夺中高端用户。

图 36：微信年活跃用户数增长见顶



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

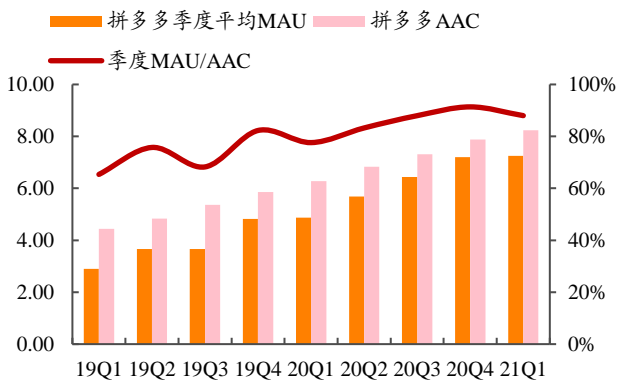
图 37：拼多多 ARPU 仍有较大上升空间



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

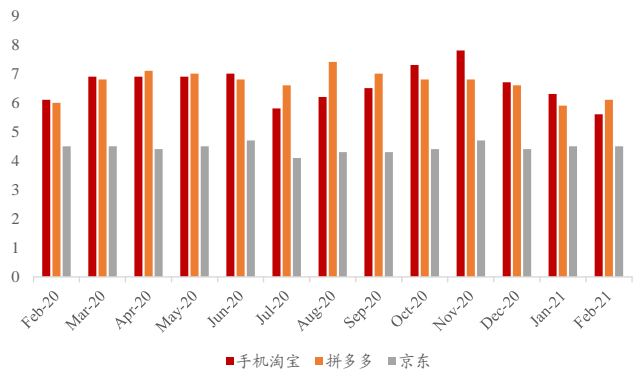
此外，拼多多在20年通过买菜、拼小圈、多多直播以及游戏类项目进一步提升用户粘性，2020Q4 季度平均 MAU/AAC 比例超过 90%，成功培养用户规律登录的习惯，增强用户粘性。和其它电商对比而言，拼多多无论是从日均使用时长还是日均使用数角度来衡量都已经超过京东并逐渐逼近手机淘宝，2021 年 2 月达到日均使用时长 21.19 分钟、使用次数 6.1 次（手机淘宝为 20.83 分钟、5.6 次）。

图 38：拼多多用户习惯逐渐养成



资料来源：公司财报，浙商证券研究所

图 39：拼多多人均单日使用次数超手机淘宝



资料来源：Questmobile，浙商证券研究所

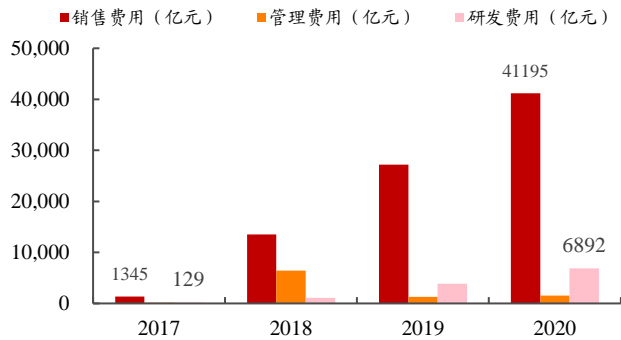
4.3. 多样化补贴及加大流量外采提升用户留存和复购，重视研发投入塑造效率壁垒

补贴持续投入，外采流量不断增加，提升用户认知度和粘性，规模效应下销售费用有所摊薄。拼多多的销售费用主要源自对产品的直接降价、让利、折扣折价，2020 年拼多多销售费用达 412 亿，同比增长 51.59%。一方面是百亿补贴持续推进，对 3C、家电、美妆等高客单价商品进行补贴，另一方面是买菜、摇现金等项目的现金补贴，此外还有通过投入线上线下广告外采流量，来提高用户认知度和粘性，拼多多销售费用率保持高位，但相比阿里巴巴与京东，获客成本较低。补贴为整年营收的不断增长提供基础，规模效应下销售费用有所摊薄，2020 年销售费用率 55%，同比大幅降低。

重视研发投入，虽然研发费用率仍远低于营销费用，但其比例已经在逐渐上升。加大研发人员&云服务费用投入，20Q4 研发费用为 20 亿元，同比增长 53%，全年 69 亿元，同比增长 78%，全年研发费用率 11.6%。

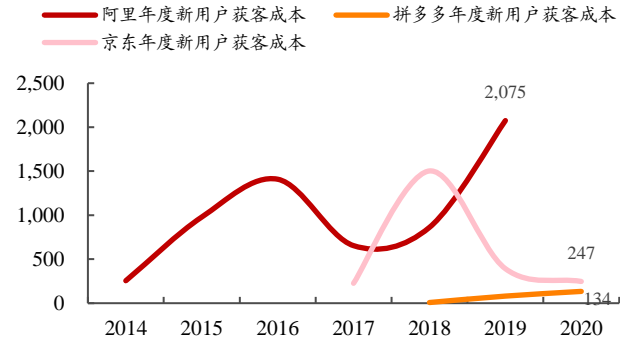
亏损整体收窄，单 Q4 归母净亏损继续收窄至 13.8 亿元（19Q4 亏损 17.5 亿元），Non-GAAP 归母净亏损 1.8 亿元（19Q4 亏损 8.2 亿元）。20 全年归母净亏损 71.8 亿元（19 年亏损 69.7 亿元），Non-GAAP 归母净亏损 29.7 亿元（19 年亏损 42.7 亿元）。

图 40：2017-2020 年拼多多各年度费用



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图 41：2014-2020 阿里、拼多多年度新用户获客成本



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

表 8：拼多多核心财务数据（单位：亿元）

	20Q1	20Q2	20Q3	20Q4	21Q1	2017	2018	2019	2020
营业收入	65	122	142	265	222	17	131	301	595
YOY	43.91%	67.26%	89.11%	145.98%	238.89%		652.28%	129.74%	97.37%
毛利	47	95	109	150	114	10	102	238	402
毛利率	72.02%	78.17%	77.06%	56.58%	51.52%	58.55%	77.86%	78.97%	67.59%
年度货币化率	2.78%	2.92%	3.00%	3.57%	/	1.24%	2.78%	2.99%	3.57%
季度货币化率	2.16%	3.52%	3.23%	3.66%	/				
网络市场服务收入	55	111	129	189	141	12	115	268	483
YOY	39.10%	70.94%	91.88%	95.34%	156.93%		852.26%	132.85%	80.31%
佣金收入	10	11	13	23	29	5	16	33	58
YOY	75.74%	38.37%	66.00%	105.05%	179.51%		201.90%	107.44%	73.89%
商品销售收入				54	51				54
YOY									
销售费用	73	91	101	147	130	13	135	272	412
/总收入	111.55%	74.74%	70.88%	55.42%	58.63%	77.10%	103.21%	90.15%	69.24%
管理费用	3	4	4	4	4	1	65	13	15
/总收入	5.17%	3.24%	2.59%	1.53%	1.59%	7.64%	49.21%	4.30%	2.53%
研发费用	15	17	18	20	22	1	11	39	69
/总收入	22.52%	13.63%	12.70%	7.35%	10.01%	7.41%	8.51%	12.84%	11.58%
营业利润/亏损	-44	-16	-13	-20	-41	-10	-103	-85	-94
/总收入	-67.23%	-13.45%	-9.12%	-7.71%	-18.71%	-57.58%	-78.50%	-28.33%	-15.77%
归属普通股股东净利润	-41	-9	-8	-14	-29	-5	-103	-70	-44
YOY	119.38%	-10.36%	-66.39%	-178.58%	-29.47%		1965.10%	-32.34%	-36.46%
净利率	-62.98%	-7.38%	-5.52%	-5.18%	-13.11%	-28.59%	-78.49%	-23.12%	-7.44%
净利润(Non-GAAP)	-32	-1	5	-2	-19	-4	-35	-43	-30
YOY	129.84%	-81.22%	-128.09%	-122.64%	-40.36%		828.55%	23.43%	-30.49%
净利率	-48%	-1%	3%	1%	-9%	-21%	-26%	-14%	-5%
经营性现金流	-6	55	83	149	37	1	1	148	282
账上现金	428	490	456	840	834	-	-	411	840

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

5. 投资建议

从行业规模角度来看，电商的涵义已延伸至全社会商业数字化，目前电商的更多增量来自线下商业数字化趋势的不断深化与流量的多样化（短视频直播平台正在加速利用电商实现流量变现），能够积极进取、持续布局全社会商业数字化的平台及品牌企业能够迎来新的机遇。

从竞争格局来看，行业格局的变化已经进入深水区。监管层面，市场资源加速向头部平台集中带来不公平竞争的风险和隐患，我们认为监管的压力会促使整个电商生态走向开放，进一步推动社会创新与活力的释放，积极拥抱变化、顺应政策、开放进取的平台会迎来新的机遇。

在此背景下，我们提出电商行业发展逻辑与研究框架，希望能为投资者研判行业参与者未来的发展势能及行业长期格局提供一些增量。

1、具备长期壁垒的互联网电商平台首先必须是个好产品（高用户粘性），从企业家出发，研究企业使命愿景价值观、组织与激励，在此基础上分析经营结果，进而判断电商平台是否能够持续保持一个“好产品”的特质，这对应电商平台企业的长期壁垒。

2、商业效率评估的基础是数据积累。体系化数据的存量（现状）+持续积累数据的能力（未来）是互联网电商平台商业效率差异的根源，基于对积累数据的理解和应用则直接带来了商业效率差异。建议关注阿里巴巴、腾讯（微信）。

3、社会数字化持续深化催生新电商平台。各类生活消费场景逐步数字化会产生新的流量池，能够借力新流量池与商业模式创新积累数据的互联网平台型企业具备在电商领域弯道超车、重塑长期竞争壁垒的机会，建议关注拼多多、美团、字节、快手。

6. 风险提示

- 1、竞争加剧；
- 2、多多买菜发展不及预期；
- 3、创新模式入局；
- 4、政策风险。

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 +20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 +10% ~ +20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 +10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，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，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 29 层

北京地址：北京市广安门大街 1 号深圳大厦 4 楼

深圳地址：深圳市福田区深南大道 2008 号凤凰大厦 2 栋 21E02

邮政编码：200127

电话：(8621)80108518

传真：(8621)80106010

浙商证券研究所：<http://research.stocke.com.cn>