

拼多多（PDD.O）：基因决定 α 属性，新业务大有可为

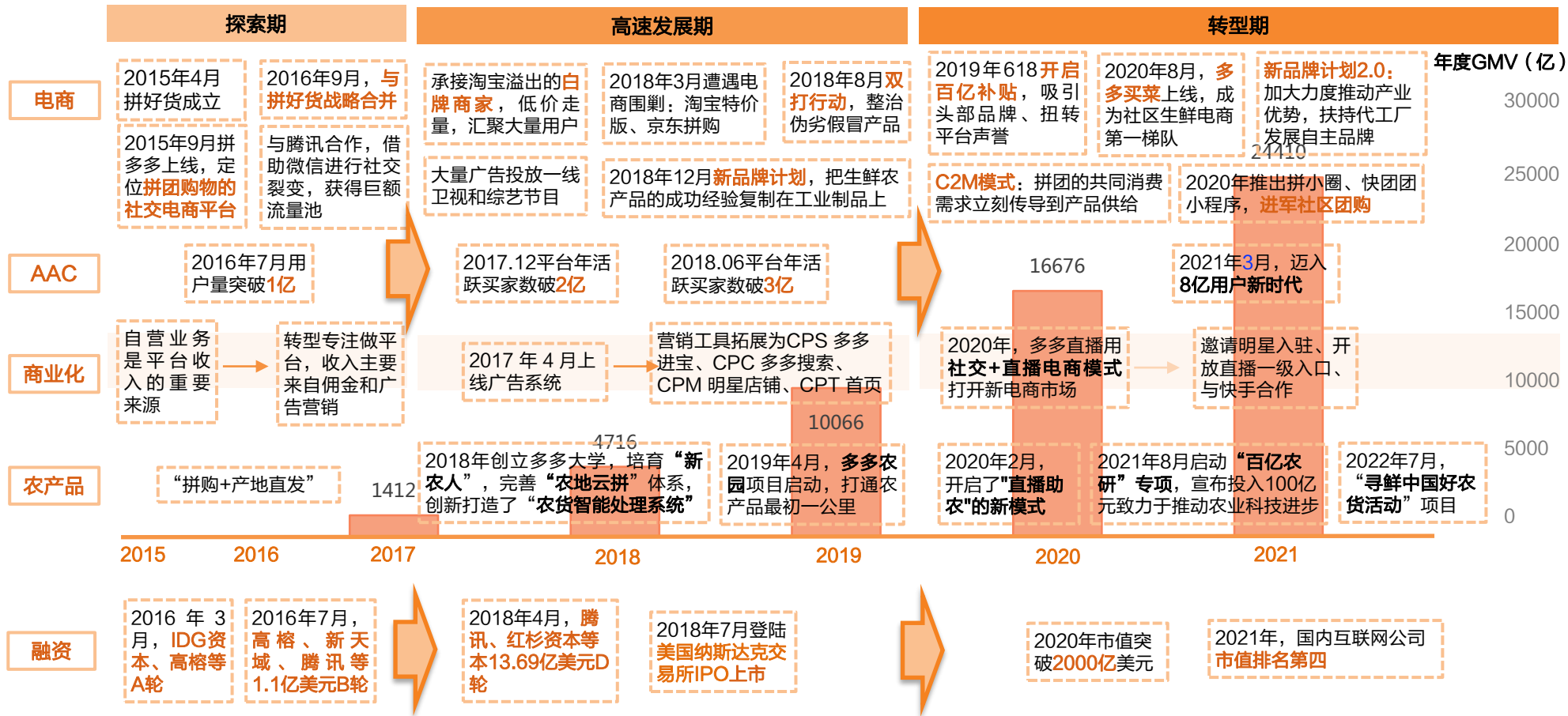
作者：

分析师 孔蓉 SAC执业证书编号：S1110521020002

分析师 孙海洋 SAC执业证书编号：S1110518070004



拼多多：成长历程复盘



资料来源：Bloomberg，拼多多官网，界面新闻，福布斯中国，新华网，Tech时代等，天风证券研究所

摘要

电商行业的本质是实现供给端和需求端的高效匹配，无论是传统电商、垂类电商以及仍处于成长期的直播电商，用户需求始终是行业持续演进重要驱动因素。

我们认为拼多多在成立1年内用户达到1亿，月GMV突破1亿，是在需求端抓住了部分头部平台忽略的下沉市场用户，在供给端承接了部分微商商户及头部平台的长尾商户，叠加微信流量及基于人的社交裂变流量分发，是多种因素共同作用的结果。

我们认为拼多多是目前少数互联网公司现有业务仍有增长空间且能持续开拓新业务的公司，是互联网板块中少有的alpha属性强的公司；

为什么拼多多可以突出重围？

外部因素

- 需求端（用户）：电商用户渗透率增速逐步放缓后，主流用户需求逐渐从方便快捷买到商品的基本需求转化成对商品品牌及品质的需求，彼时平台在追求主流用户满意度的过程中往往会忽略对下沉用户即彼时非主流用户的需求，拼多多针对彼时非主流用户需求，抓住下沉市场空白迅速成长；
- 供给端（商家）：拼多多成立于淘宝天猫化的关键时期叠加彼时微商行业进入规范期，部分商家亟需平台阵地；
- 流量端（微信及社交裂变）：与腾讯达成合作，完成平台电商向社交电商的蜕变；

内部因素

- 用户定位：抓住下沉市场核心需求，页面设计占领用户心智；
- 性价比高：流量成本低、运营成本低、商品价格低；
- 运营能力强：根据市场灵活调整投放预算；
- 管理层经验丰富：组织架构扁平化，高管团队稳定且运营经验丰富。

如何看待拼多多发展空间？

我们认为拼多多的增长空间主要来自于以下几个方面：

主站：GMV及货币化率的持续增长

- GMV：人均GMV与其他电商平台相比仍有一定提升空间，预计客单价提升（高客单价品类占比提升及品牌商家入驻）及人均购物频次提升（用户心智带来的复购率提升以及多多买菜等高频购买场景GMV增长）为驱动GMV增长的主要因素；
- 货币化率：佣金货币化率及广告货币化率均有提升空间

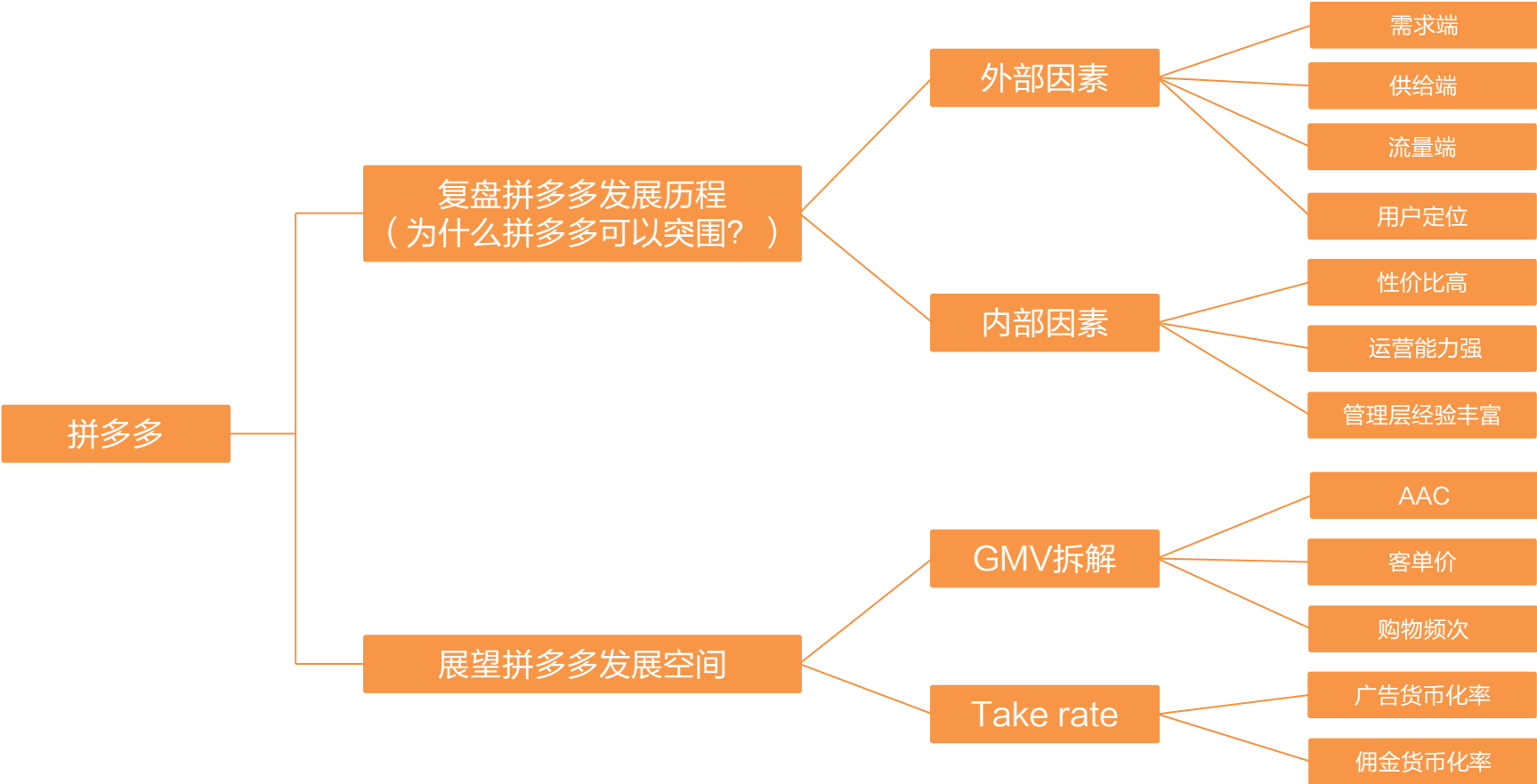
新业务：

- TEMU：公司快速扩张非美国地区，官网目前上线48个国家和地区，在欧洲、亚洲、大洋洲等领域快速扩张。

从短期来看，我们认为公司主站增长及变现的预期或已体现在股价上，但公司股价尚未反应新业务的商业化情况，建议持续关注多多买菜的盈亏平衡情况及TEMU海外GMV的增长情况，若有积极变化或可进一步提升公司估值。

风险提示：行业竞争加剧风险；宏观经济复苏不及预期及疫情反复风险；海外业务增长不及预期；品牌上行战略不及预期；第三方数据与实际数据存在偏差。

拼多多报告框架



目录

1. 为什么拼多多可以突出重围：外部因素

2. 为什么拼多多可以突出重围：内部因素

3. 如何看待拼多多增长空间

1&2. 为什么拼多多可以突出重围

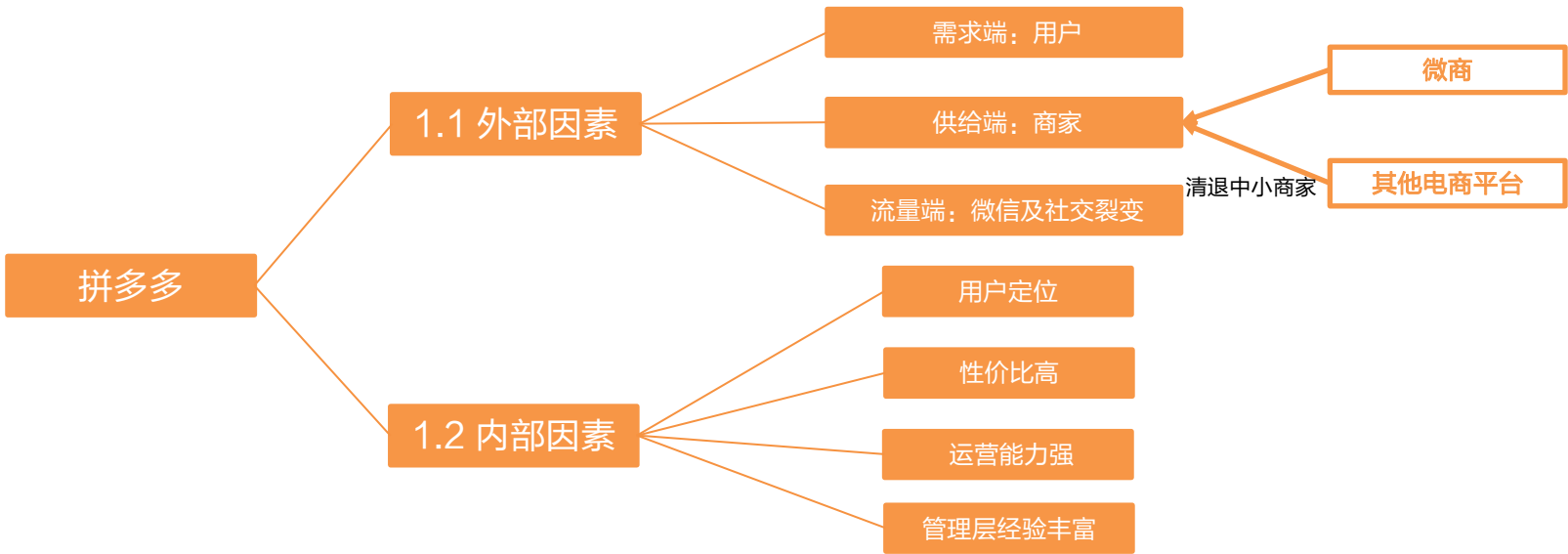
电商行业的本质是实现供给端和需求端的高效匹配，无论是传统电商、垂类电商以及仍处于成长期的直播电商，用户需求始终是行业持续演进重要驱动因素。我们认为拼多多在成立1年内用户达到1亿，月GMV突破1亿，是在需求端抓住了部分头部平台忽略的下沉市场用户，在供给端承接了部分微商商户及头部平台的长尾商户，叠加微信流量及基于人的社交裂变流量分发，是多种因素共同作用的结果。

外部因素

- **需求端（用户）**：电商用户渗透率增速逐步放缓后，主流用户需求逐渐从方便快捷买到商品的基本需求转化成对商品品牌及品质的需求，彼时平台在追求主流用户满意度的过程中往往会忽略对下沉用户即彼时非主流用户的需求，拼多多针对彼时非主流用户需求，抓住下沉市场空白迅速成长；
- **供给端（商家）**：拼多多成立于淘宝天猫化、清退部分中小商家的关键时期叠加彼时微商行业进入规范期，部分商家亟需平台阵地；
- **流量端（微信及社交裂变）**：与腾讯达成合作，完成平台电商向社交电商的蜕变；

内部因素

- **用户定位**：抓住下沉市场核心需求，页面设计占领用户心智；
- **性价比高**：流量成本低、运营成本低、商品价格低；
- **运营能力强**：根据市场灵活调整投放预算；
- **管理层经验丰富**：组织架构扁平化，高管团队稳定且运营经验丰富。

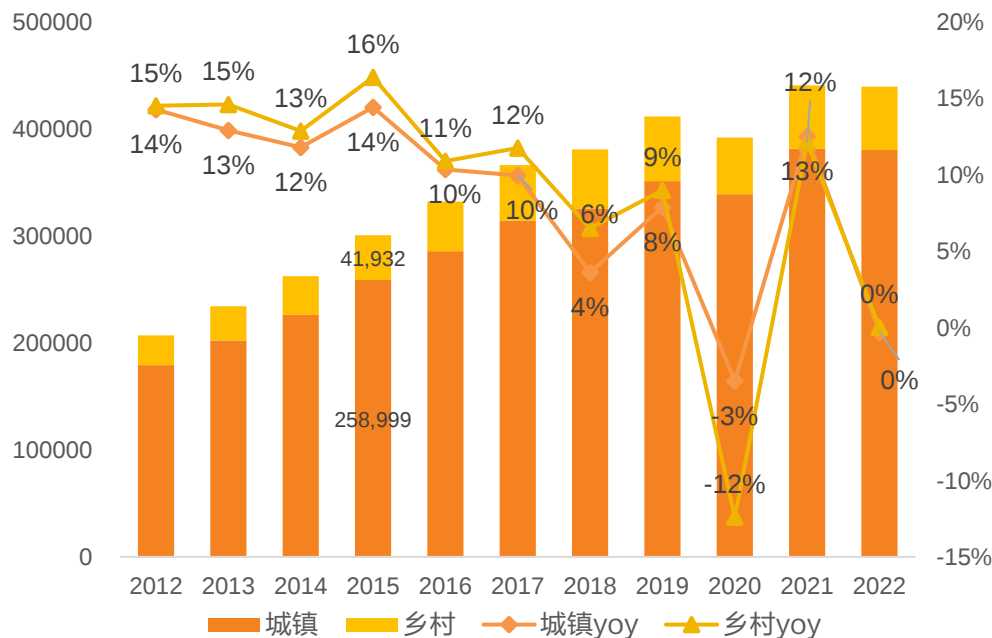


1.1 外部因素之需求端：彼时下沉市场空间广阔，细分市场消费潜力有待挖掘 (1/2)

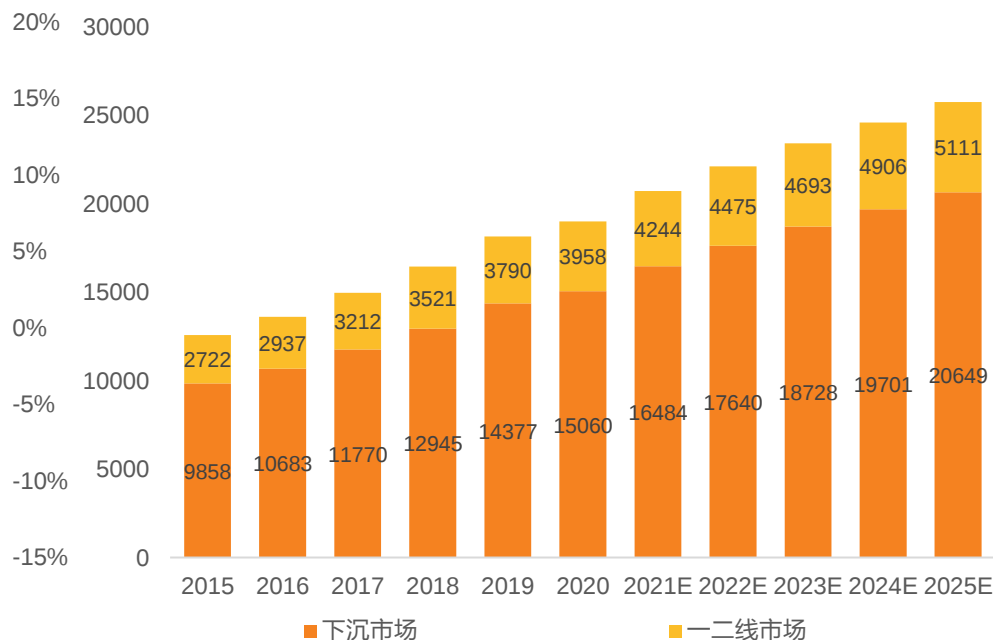
拼多多成立于下沉市场空间广阔时期，彼时下沉市场增长强劲

- 彼时乡村社零总额占比明显提升，下沉市场零售市场规模提升仍有较大潜力。拼多多成立于2015年9月，彼时全年中国社会消费品零售总额为30.1万亿，其中乡村社零总额为4.2万亿，占比达14%，较2012年提升了0.5个百分点；其中乡村社零零售总额增速（16%）明显高于城镇（14%）。对于中国零售市场，根据弗若斯特沙利文，2015年中国零售市场规模达12.6万亿，其中下沉零售市场规模为9.9万亿，占比高达78.6%，预计2025年中国下沉零售市场规模将持续提升至20.6万亿，占比将提升至80%以上。
- 受益于下沉市场人均可支配收入提升，预计下沉市场用户消费能力或进一步提升。根据弗若斯特沙利文，2020年中国下沉市场人均可支配收入约为2.9万元，预计2025年可达约4万元，CAGR达7.2%，明显高于一、二线城市（6.3%），人均可支配收入的提升或将带动下沉用户消费能力进一步提升。

中国城镇及乡村社会消费品零售总额（亿）



中国零售市场规模（十亿）



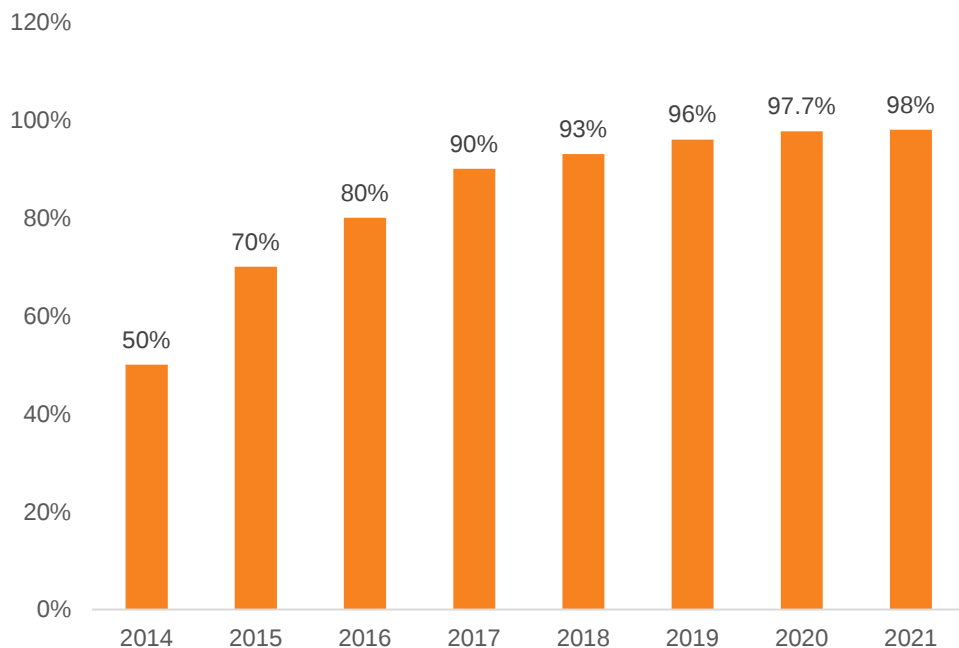
注：下沉市场指中国一、二线城市城区以外的区域

1.1 外部因素之需求端：下沉市场基建逐步完善，农村互联网普及率稳步提升 (2/2)

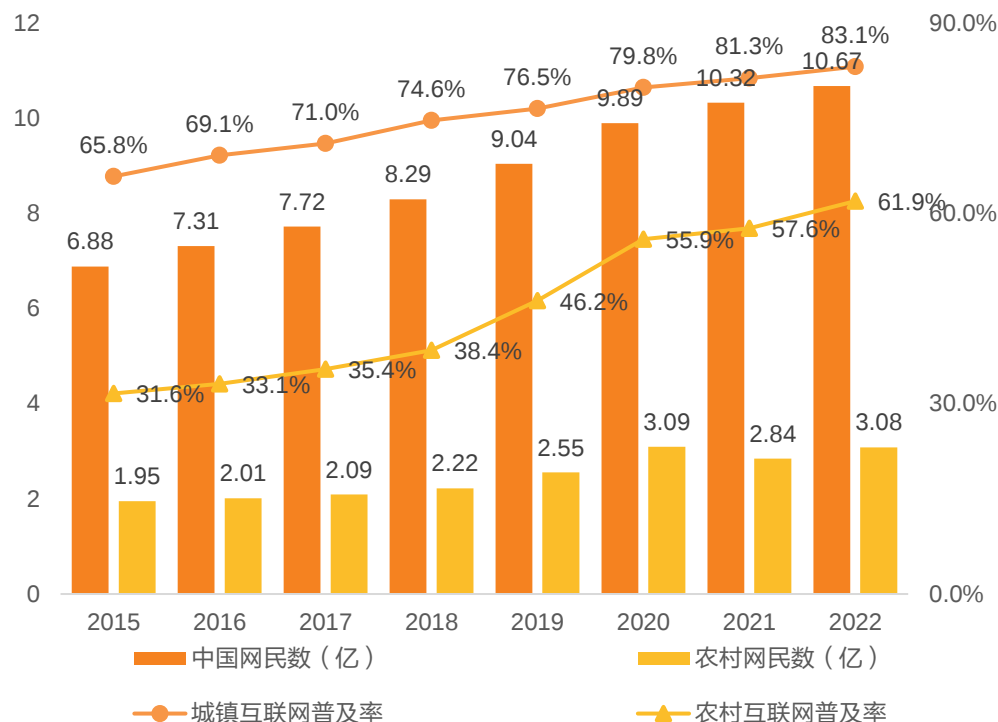
下沉市场基础设施建设逐步完善，为下沉市场电商渗透率及拼多多份额提升提供了便利条件

- **基础设施的完善程度决定了下沉市场电商渗透率的提升速度。**2021年，我国农村公路总里程达446.6万公里，相比于2011年的356.4万公里，十年净增超90万公里，是下沉市场快递运输的重要基础；此外，我国快递乡镇覆盖率由2015年的70%提升至2021年的98%，2021年快递进村比例超80%。拼多多受益于物流服务均等化，有力推动解决农村地区网购难、电商难的问题。
- **我国网民数量及农村互联网普及率稳步提升为下沉市场电商拓展打下坚实基础。**截止2022年12月，我国网民规模达10.67亿，其中农村网民规模为3.08亿，2015年同期为1.95亿，7年净增量超1亿，与此同时，农村地区的互联网普及率稳步提升，由2015年的32%上升至2022年的62%，农村互联网的渗透率提升助力下沉市场电商的快速发展。

快递乡镇覆盖率稳步提升



农村互联网普及率稳步提升



1.2 外部因素之供给端：淘宝消费升级，白牌亟需生存阵地 (1/2)

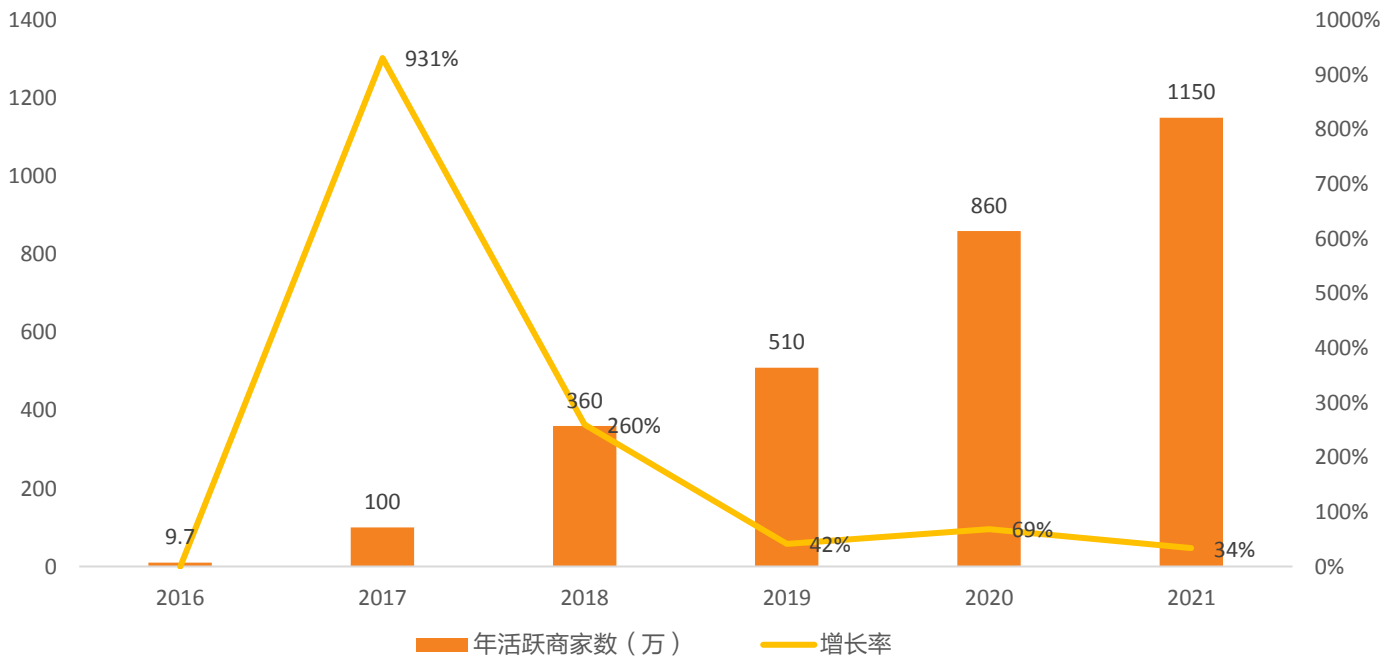
淘宝清退部分中小商家，品牌化趋势明显

- **淘宝天猫化趋势明显，平台倾向纵深发展。**2015-2017年，淘宝清退部分中小商家，并逐步提高商家入驻门槛。2016年4月，淘宝上线快速下架机制，近5000个商家被清退。我们认为彼时淘宝逐步适应监管需求，完善履约体系，清退部分中小商家，在匹配主流消费用户需求的同时挖掘主力用户的消费潜力（人均GMV），而被清退的部分中小商家亟需与之匹配的生存阵地。

拼多多年活跃商家数迅速提升

- 我们认为拼多多“低价+人气商品”的模式，定位下沉市场，可为用户提供高性价比的商品及便捷的下单方式，天然适配中小白牌商家，叠加彼时下沉市场空白，入驻门槛低及运营成本低等优势，部分中小商家或入驻。2017年，拼多多活跃商户数增长超10倍，进一步提升了平台的sku丰富度，满足更多用户需求。

拼多多年活跃商家数及增速



资料来源：拼多多招股书、中国网财经、拼多多年报，天风证券研究所
注：2016年年活跃商家数为截至2017年3月31日， 2017年年活跃商家数为截至2018年3月31日

1.2 外部因素之供给端：拼多多成立于微商行业规范期 (2/2)

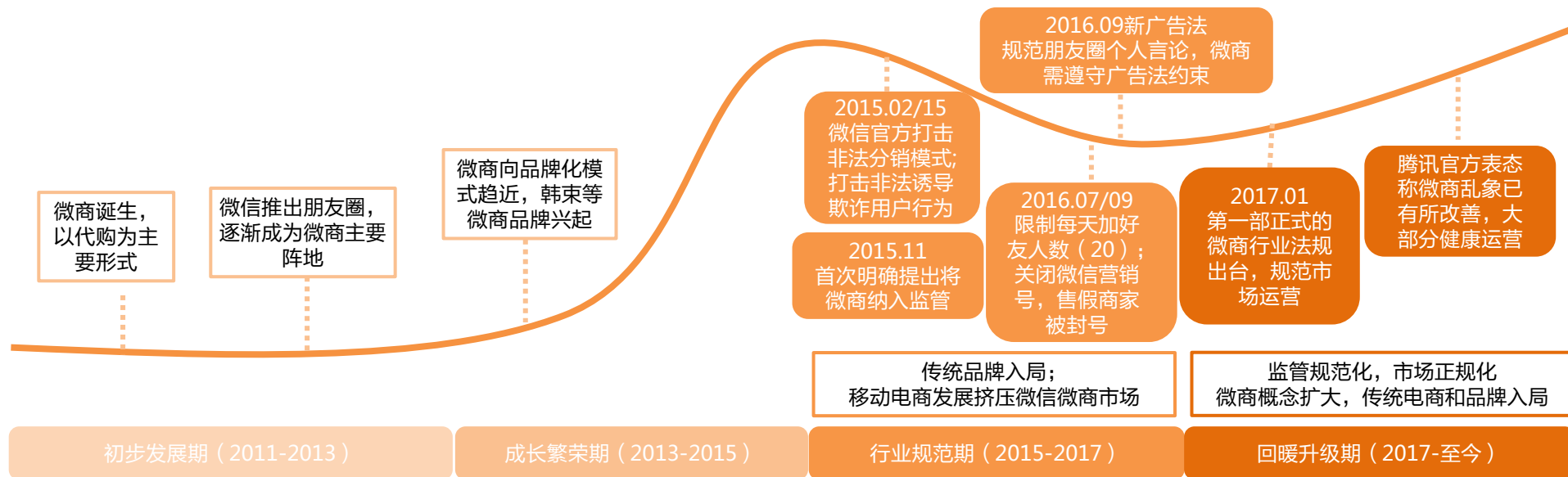
复盘微商发展历程，拼多多生长于微商行业规范期，或承接部分微商商家

- **初步发展期（2011-2013年）**：早期微商市场基于粉丝经济，且以代购形式为主，在微信推出朋友圈后，基于私域流量进入野蛮生长时代；
- **成长繁荣期（2013-2015年）**：微商向品牌化模式发展，俏十岁及韩束等一系列微商品牌兴起；
- **行业规范期（2015-2017年）**：2015年11月，工商总局首次明确提出将微商纳入监管，受部分微商产品质量影响，部分微商商家被清退关停，微商行业经历下滑期；
- **回暖升级期（2017-至今）**：第一部微商行业正式法规出台，微商市场逐渐向品牌化及规范化发展；

为什么拼多多成为微商的新阵地？

- 我们认为拼多多成立于微商发展历程中的行业规范期，彼时微商刚刚被纳入监管，部分微商商家被清退亟需规范的发展阵地，为拼多多迅速提升商家数提供了便利的外部条件；
- 拼多多与微商在流量分发上基于熟人经济，通过社交关系分发，具有较强的私域基因，相似度较高，便于微商商家将私域资源进行迁移；此外，相比于其他电商平台，拼多多入驻门槛相对较低，微商商家转换平台成本相对较低；

微商发展历程



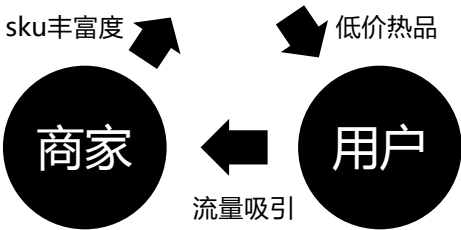
1.3 外部因素之流量端：与腾讯达成合作，完成平台电商向社交电商的蜕变

我们认为拼多多突围的本质是基于彼时下沉市场空白，利用用户对高性价比商品的需求，抓住用户心智，通过“低价人气商品+社交裂变”的强流量运营能力持续拓宽用户规模，凭借庞大的用户流量及较低的入驻门槛持续吸引商家，实现“平台——用户——商家”的持续正循环。

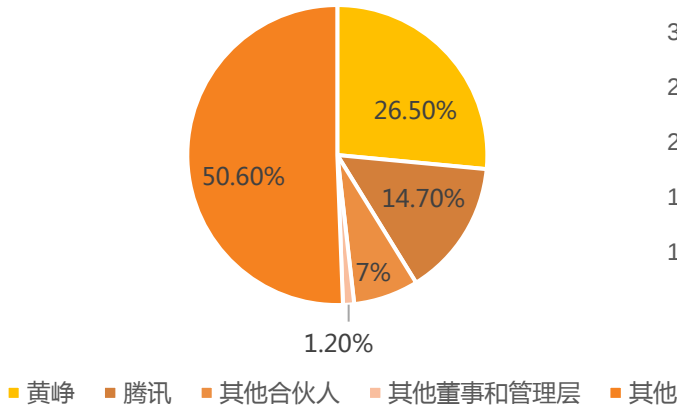
对于利用外部流量，我们认为拼多多高效运用腾讯系流量

- 腾讯入股拼多多，开放微信流量入口提供流量池。2016-2018年，腾讯投资分别在B轮、C轮、D轮投资拼多多，截至2022年Q4，腾讯持股占比为14.81%。
具体合作形式为：1）可正常访问拼多多外链（包括但不限于拼团链接，砍价链接及商品链接）；2）于2018年10月，拼多多入驻微信钱包的限时推广栏；3）21年7月上线微信“购物消费”频道的九宫格内；4）可通过搜索栏拼多多小程序及公众号进入商城；5）微信钱包提供结算通道完成交易闭环（据艾媒咨询，小额支付场景中移动支付用户更倾向于选择微信支付，且相比于一二线城市，三四线城市等下沉市场用户在小额支付情况下更偏好微信支付）。
- 微信成为拼多多低成本的获客渠道。拼多多推出一系列针对 微信社交裂变的营销活动占领用户心智，本质是通过“砍价免费拿”、“天天领现金”等活动，利用微信的社交关系网络，通过老用户的社交关系链邀请新用户，为拼多多提供稳定新流量池，以较低成本获取新用户。相比于其他电商平台，2017年拼多多的边际获客成本14元/人，仅为阿里和京东的1/16。
- 目前来看，拼多多仍通过群买买、快团团等小程序高效利用微信流量完成交易转化。

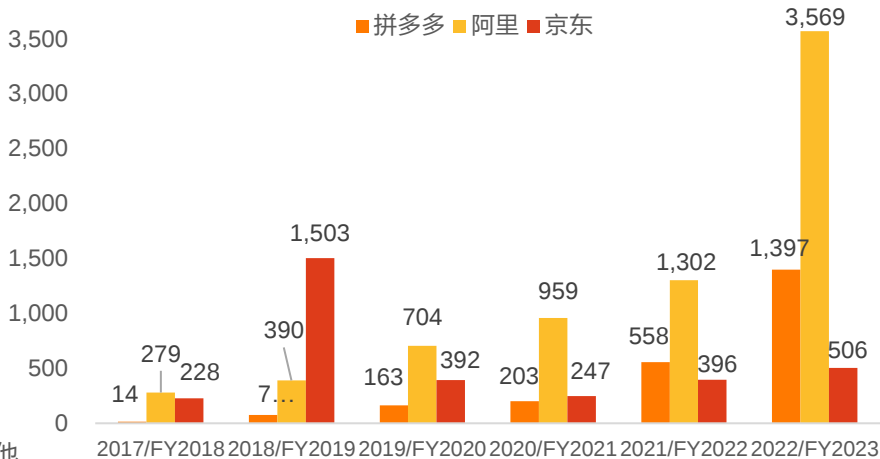
拼多多平台生态



拼多多股权结构图（截止23年2月28日）



拼多多边际获客成本（元/人）



注：获客成本=年营销费用/年新增AAC，其中阿里公布财年数据，本图采用自然年指标，AAC口径采用“中国电商活跃买家”。阿里为财年数据，FY2023对应2022年数据；2022年后AAC用户数为彭博一致预期。

目录

1. 为什么拼多多可以突出重围：外部因素

2. 为什么拼多多可以突出重围：内部因素

3. 如何看待拼多多增长空间

2.1 内部因素之用户定位：抓住下沉市场核心需求(1/2)

拼多多核心价值观是“本分”，始终专注于为消费者创造价值。根据埃森哲2022中国消费者洞察报告，下沉市场用户特点主要体现在：

- 1) 工作稳定，加班少有闲暇时间；
- 2) 更看重实用、更热衷比较；
- 3) 没有房贷压力，工资在当地足够生活；

我们认为拼多多精准捕捉下沉市场用户特点并针对性的满足下沉市场用户的需求，始终以用户需求为核心。具体形式体现在：

- **针对加班少、有闲暇时间：**我们认为拼多多从“现金补贴”入手提高下沉市场用户参与度，通过“游戏化运营”给予用户丰富的游戏形式（多多果园、多多爱消除等），抓住下沉市场“有闲”的特点，增加用户停留时间和心智养成，促进后续成交转化；
- **针对更看重实用、青睐性价比商品：**拼多多商品多为白牌且多为厂家直供商品，无品牌溢价，我们认为下沉市场用户注重商品的内在价值及使用价值，对品牌的敏感度低于一二线城市，天然在消耗日用品等品类方面（例如纸巾、塑料袋等）具有优势，商品性价比高，实用性强；
- **针对没有房贷压力无生活负担，部分人群具有一定消费能力：**下沉市场用户由于生活节奏及房贷压力相对轻松，呈现“有钱有闲”的生活状态，我们认为拼多多抓住了这部分用户需求，进一步挖掘了下沉用户的消费潜力；

2.1 内部因素之用户定位：界面设计占领用户心智(2/2)

我们认为拼多多在界面设计上抓住下沉市场用户心智，反复强调平台性价比高的优势，通过直观的商品链接及取消购物车提供便捷购物方式，结合下沉市场的“熟人社会”倾向（拼小圈、拼单等），引导下沉市场用户购买逐步养成线上购物习惯，具体体现在：

- **突出性价比高**：主页页面展示位展示“限时秒杀”、“断码清仓”、“9块9特卖”等**低价购物场景入口**；**低客单价业务（多多买菜）**提供单独流量入口；拼单模式价格更低；
- **简单直接下单方式**，**缩短决策链条**：首页**算法推荐人气商品**，初期**无搜索框**（以推荐不同品类条的人气商品取代），**取消购物车**（直接下单，缩短决策链条）等页面设计；
- **利用“熟人经济”，强调社交属性**：抓住**亲友推荐转化率**高的用户心智，利用**拼单的购物模式**结合**拼小圈**建设平台内社交圈，可直接看到好友购买动态完成下单转化；
- **针对品质用户，引导消费升级**：在完成下沉市场用户的原始积累后，公司积极拓展品质用户，通过**百亿补贴**（初期采用补贴现金+流量方式）方式以低价方式获客，打破下沉市场用户边界，持续拓展品质用户（高线用户及部分低线用户）。

拼多多 VS 淘宝 界面设计

突出性价比高

- 低单价业务单独流量入口

多多买菜

次日自提

¥0.1

¥0.1

¥13.99

¥4.49

- 低价购物场景

限时秒杀

断码清仓

多多精灵

多多果园

9块9特卖

立减2元

充值中心

医药馆

签到领现金

多多赚大钱

免费领商品

- 拼单模式更低价

一只千纸鹤

我觉得超级好吃

¥26.8

券后¥12.8

单独购买

发起拼单

简单直接的下单方式

- 拼多多：初无搜索框；无加购物车等缩短决策路径

推荐

运动

食品

美妆

百货

饰品

内衣

休闲零食

饼干糕点

营养保健

坚果蜜饯

乳品冲饮

我深知我该努力了

还差1人拼成

剩余20:32:35.0

去拼单

- 淘宝：设计多功能搜索框；直接购买与加购平行

签到

订阅

推荐

会员码

防晒伞

搜索

金桔柠檬百香果茶纯青桔蜂蜜冻干冷冲泡水

冲饮品组合花茶包水果茶

该商品入选本店人气收藏榜·第1名

加入购物车

领券购买

券后¥13.9起

强调社交属性

- 平台内社交圈——拼小圈被置于首页

推荐

美妆

百货

水果

食品

男装

手机

拼小圈

查看好友动态>

- 拼小圈内有微信等好友的各类购买动态

兴趣圈

常看好友

去修改常看好友，他们有新动态时会提醒你>

- 显示好友公开购买商品，可于平台内直接询问、购买

已收货15天，点击问问评价>

¥8.42起

已拼5.9万件

引导消费升级

- 百亿补贴为首页单独流量入口

百亿补贴

大牌正品

¥40.8

¥189

¥3469

¥174

- 多类目官方补贴大牌正品

苹果数码馆

官方旗舰店

- 大牌全网低价促消费升级，如下图一线化妆品SK-II

面部护肤

眼妆唇妆

底妆遮瑕

其他

SK-II

【保税直发】SK-II 护肤精华露神仙水230ml

限时限量 加补240元

立即购买

¥559

立抢

资料来源：知乎，人人都是产品经理，澎湃新闻公众号等，天风证券研究所

天风证券
[研究所品牌标识]

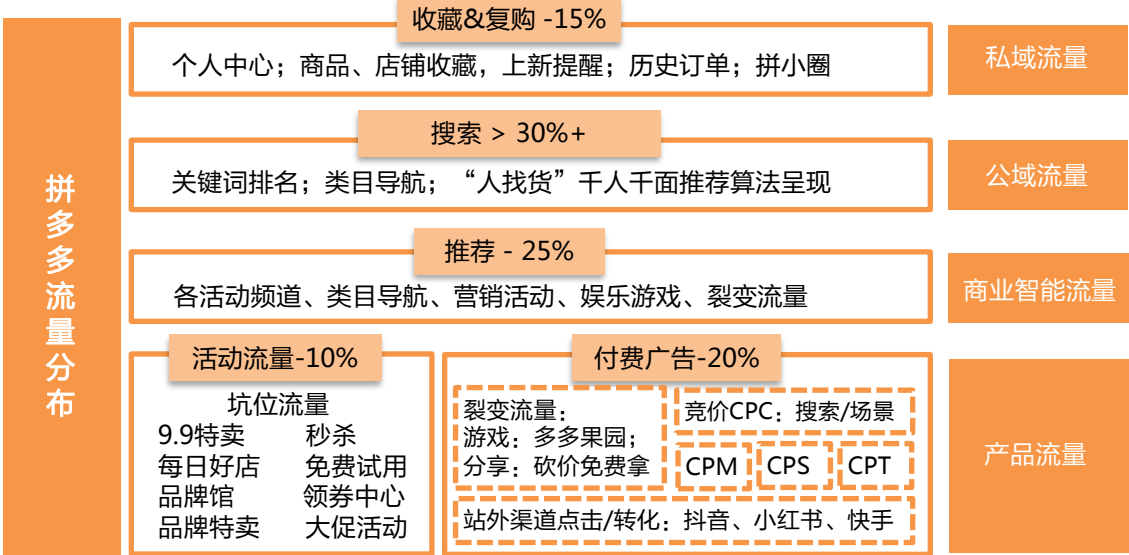
2.2 内部因素之性价比高：流量成本低 (1/3)

我们认为拼多多的性价比高主要体现在流量成本低、运营成本低、商品价格低这三个方面；

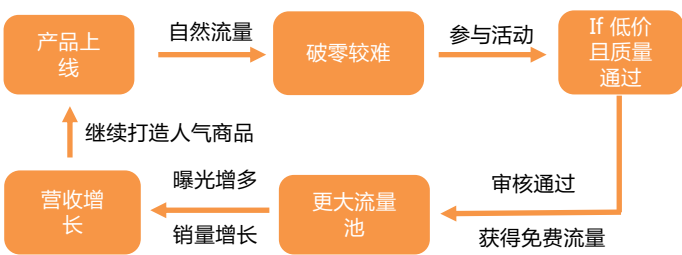
拼多多流量结构中付费流量占比较低，商家可获得免费流量

- 付费流量占比较低，大多为免费流量：拼多多流量按商家获取成本可分为免费流量和付费流量，其中免费流量来源主要包括搜索、推荐、官方活动和私域流量；付费流量主要包括搜索推广，场景推广，多多进宝等。相比于18年，公司付费流量占比稳步提升（22年初20% vs 18年15%），但仍处于较低水平，多数商家仍能通过“低价+高评分”获得免费流量，免费流量占比高达80%；
- 在免费流量中，低价为获取免费资源位流量的最重要因素：资源位（百亿补贴、秒杀活动、首页商品等）的获取多数要求全网比价通过，例如秒杀活动要求商品价格为日常价格的 60%-70%，且要求全网最低价，且要求全网最低价；此外，商品DSR评分也是考量商品能否上资源位的重要因素。我们认为对于商家而言，低价在拼多多平台上可获得更多优质流量资源，或可倒逼拥有最优质资源的供应链商家脱颖而出。

拼多多流量分布（2022年初）



免费流量获取路径



获取拼多多活动资源位流量相关要求

资源位活动	参与要求（针对价格与质量）
百亿补贴	全网最低价；品牌商品
秒杀活动 (584限时秒杀，千万爆款等)	全网最低价；价高则直接剔除
首页商品	全网比价通过；商品检核无问题
畅销榜/好评榜/新品榜	店铺评分及好评率靠前；
小编推荐	商品DSR评分前70%；站内外比价成功
9块9特卖	全网比价通过；日常价基础打折；SKU价格<30元
竞价	活动价低于当日全网最低价/最新参考商品建议价；资质审核通过

2.2 内部因素之性价比高：运营成本低（2/3）

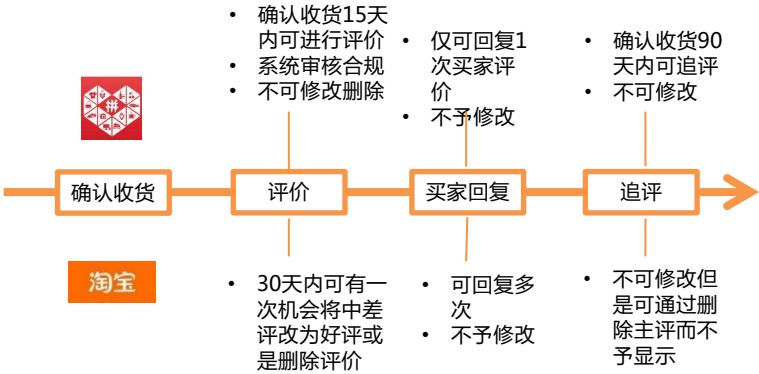
我们认为中小商家抗风险能力较差且运营初期资金相对有限，运营成本是中小商家选择入驻平台的核心因素；拼多多最大限度降低了中小商家的入驻门槛和运营成本，主要包括简化开店流程、0佣金政策、低保证金等，帮助中小商家快速完成从0到1的启动。

- **0佣金政策：**拼多多对入驻商家实行零佣金政策（和淘宝基本一致），仅代微信等第三方支付平台对每笔订单收取0.6%的交易服务费，对参与百亿补贴的商家收取1%-2.5%的佣金（对比天猫佣金多在2%-5%）；京东佣金按照1P与3P区分，多在3%至10%。
- **基础保证金及特殊类目保证金数额低：**拼多多规定商家应缴存1000元基础店铺保证金，特殊类目保证金在0.2万-10万；京东各类目保证金在0.1万至20万左右；天猫开店保证金按店铺类型收取5万-15万，对特殊类目收取1-30万。
- **拼多多评价体系削弱商家刷单动机：**拼多多仅展示有效评价（除去被屏蔽的刷单评价和违规等虚假评价）且不可修改评价，在一定程度上降低了商家修改评价和刷单的动机，降低了部分商家运营成本。

电商平台佣金率

类目	拼多多	淘宝	京东	天猫
服饰内衣	0佣金 交易服务费0.6% 百亿补贴服务费1%-2.5%，特殊类目征收技术服务费	淘宝店铺不收取佣金	5%-8%	5%
珠宝			1%-10%	0.5%-5%
家纺/家居/家具			3%-8%	2%-5%
汽车及配件			2%-8%	2%-3%
母婴			2%-8%	2%-5%
美妆护肤			6%	4%-5%
食品饮料			3%-5%	1%-2%
宠物			1%-6%	2.5%-5%
3C数码			2%-10%	2%-3%
家用电器			3%-8%	2%-5%
箱包鞋履			8%-9%	5%
医疗保健			3%-10%	3%-4%

评价体系 - 拼多多VS淘宝



电商平台保证金

平台	保证金	
拼多多	基础保证金	0.1万
	含特定商品	0.2万至10万，多为2/4万
淘宝	各类目保证金	0.05万-2万，多为0.3/0.5/2万
	其他	0.1万
天猫	基础保证金	旗舰店/专卖店：按持商标注册受理书或持注册商标收取10万/5万
		专营店：按持商标注册受理书或持注册商标收取15万/10万
	特殊类目	卖场型旗舰店：15万
京东	特殊类目	1万至30万
	各类目保证金	0.1万至20万

资料来源：来源京东官网、天猫官网、淘宝官网、拼多多官网、大道DSR评分，天风证券研究所

2.2 内部因素之性价比高：商品价格低 (3/3)

我们认为拼多多初期主要为白牌商家入驻（具体分析可参考前文），多为工厂直销且为基于低价倒逼选出的优秀供应链商家，结合拼团模式，将用户需求集中，从商家端到用户端天然更适配C2M模式。

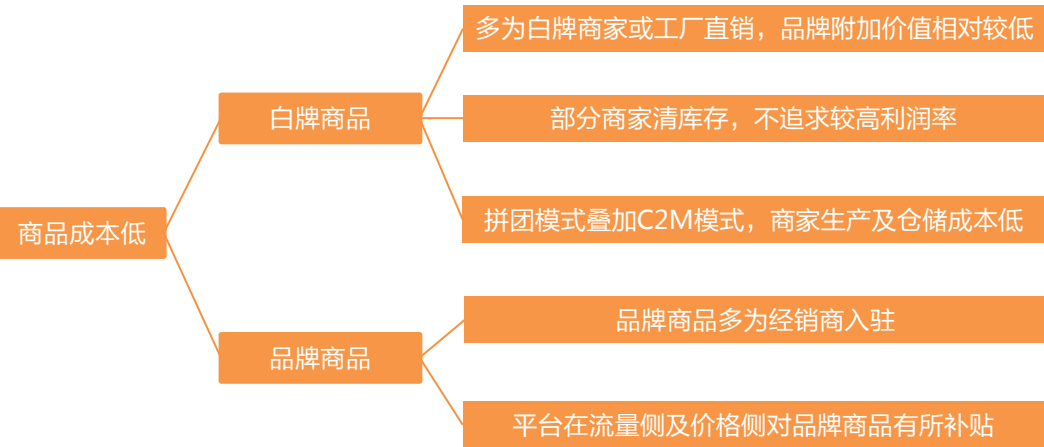
对于白牌商品，商品价格低主要系：

- 采用C2M模式可降低商家成本：拼团模式天然适配C2M模式匹配低价格，结合社交裂变带来高销量。以拼购价格优惠模式吸引用户下单，通过确定性的足量订单赋能上游工厂，具备一定的规模效应，降低了商家的生产成本。通过货找人，平台找厂的方式，C2M模式将消费者需求透明化，降低了生产前数据分析成本和不确定生产的成本；此外，C2M模式通过缩短厂家和消费者的中间链路，降低了流程环节成本的同时节省仓储成本，兼顾了商家利润和消费者相对较低的价格水平。
- 定位下沉市场，拼多多是部分商家处理存货的合理渠道。平台端，正如我们前文所述，拼多多给予商家较低的入驻门槛（0佣金、低保证金、免费流量等），商家可以较低成本进入平台处理存货；商家端，我们认为对于库存商品，商家通常不追求较高利润率，因此降低商品价格获得免费流量成为人气商品获得高销量为此类商家的优先考量。
- 多为白牌商家或品牌代工厂直销，无品牌附加价值。拼多多早期入驻商家多为白牌厂家或品牌商家代工厂，缩短商家与消费者中间链路，商品价格相对较低。

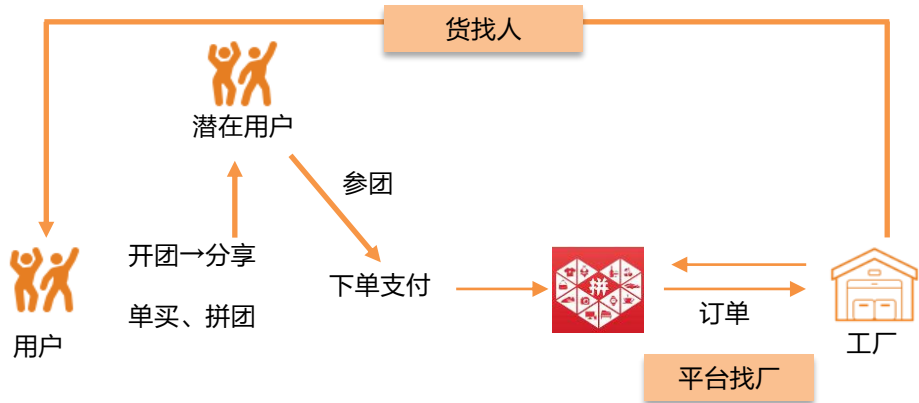
对于品牌商品，商品价格低主要系：

- 平台在流量侧及价格侧对品牌商品有所补贴。在用户增长逐步放缓进入中期阶段后，公司将战略中心逐步转为用户质量的提升，优化整体收入结构。公司从19年6月推出百亿补贴，通过补贴品牌商品和给予流量资源方式，使品牌商品（3C及美妆类商品）售价长期低于京东及淘系，致力于吸引一二线高质量消费群体提升客单价及人均GMV。

商品价格低逻辑图



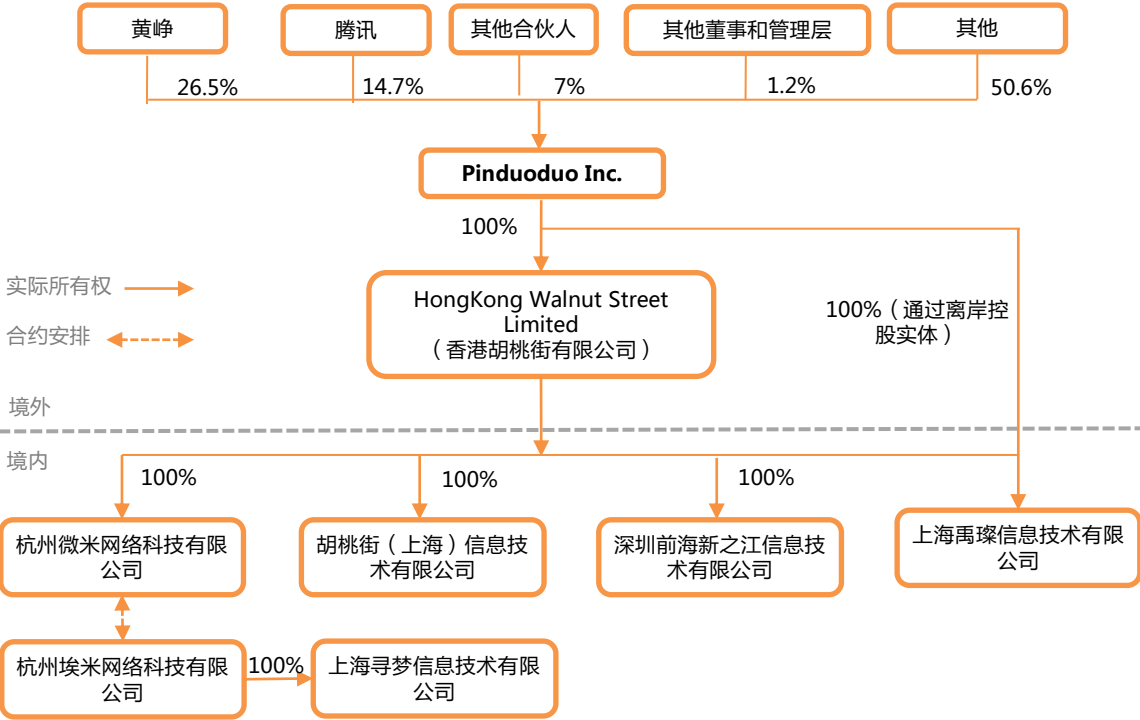
拼团模式示意图



2.3 内部因素之管理层：创始人和核心管理层持股比例高

- **公司高管持股：**拼多多创始人黄峥、合伙人、董事及核心管理层持股合计为**34.7%**，其中黄峥持股26.5%。2021年3月黄峥辞任董事长后，具有1:10的超级投票权失效，对应股份的表决权委托董事会代为行使。
- **其他持股：**腾讯持股14.7%。

拼多多股权架构图（截至2023年2月28日）



拼多多管理层

持股董事及管理层	职位
陈磊	董事会主席兼首席执行官
赵佳臻	董事、联席首席执行官
Anthony Kam Ping Leung	独立董事
林海峰	董事
陆奇	独立董事
George Yong-Boon Yeo	独立董事
刘珺	财务副总裁
肖均匀	运营高级副总裁
郑臻炜	产品开发高级副总裁
朱健翀	首席法务官

除陈磊外，其他董事和管理层的个人持股不到总流通股份的1%

注：大股东持股数据截至2023年2月28日

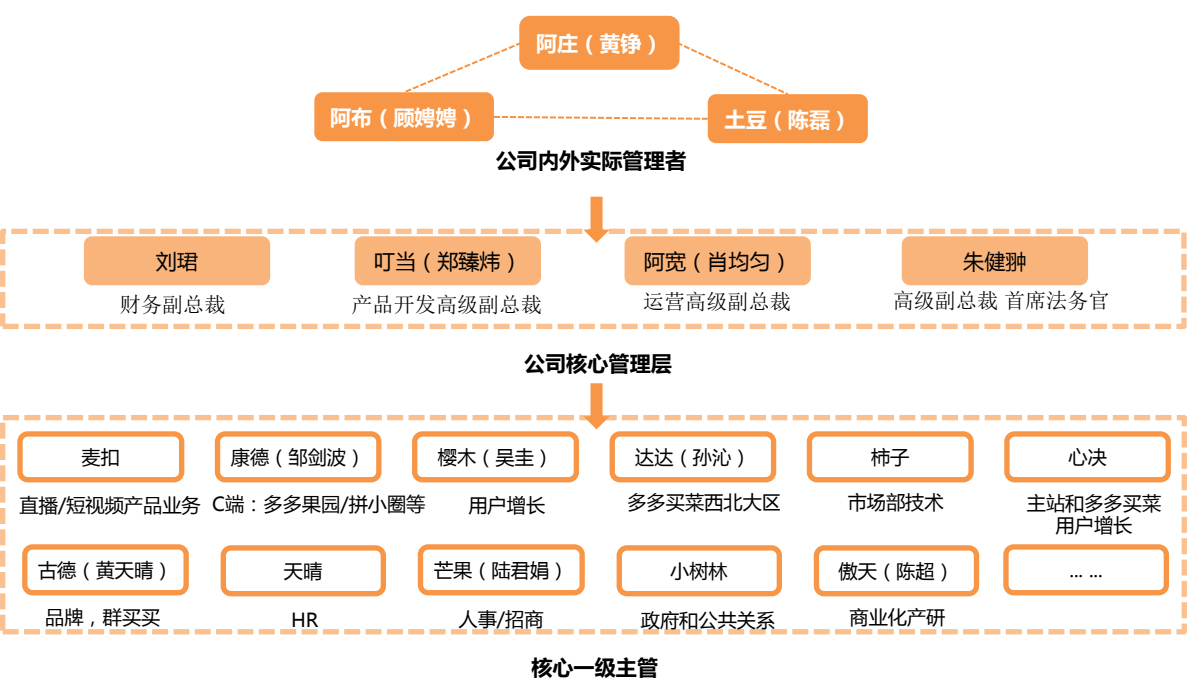
资料来源：拼多多官网，拼多多公告，天风证券研究所

2.3 内部因素之管理层：组织架构扁平化，高管团队稳定且运营经验丰富

我们认为拼多多公司的快速发展和高效运作体系和管理层的从业经历、组织架构稳定以及战略的一致性息息相关。

- **管理层创业经验丰富且与现有业务高度相关。**回顾黄峥及团队在创立拼多多之前的创业经历（电商及代运营、跨境电商、游戏），与拼多多现有业务及新发展方向具有强关联性，黄峥作为持续创业者，过往创业经历在供应链、电商运营、出海等多个方面为公司的快速发展奠定了基础；
- **坚持扁平化管理，人均产出领先同业。**截至22年1月拼多多主站员工人数仅不到1万，核心决策体系仅包含“CEO-核心管理层-一级主管”三层架构，通过省略中层结构提升信息传递的一致性和公司决策效率。

拼多多组织架构（2022.01）



一图了解黄峥及其团队创业经历

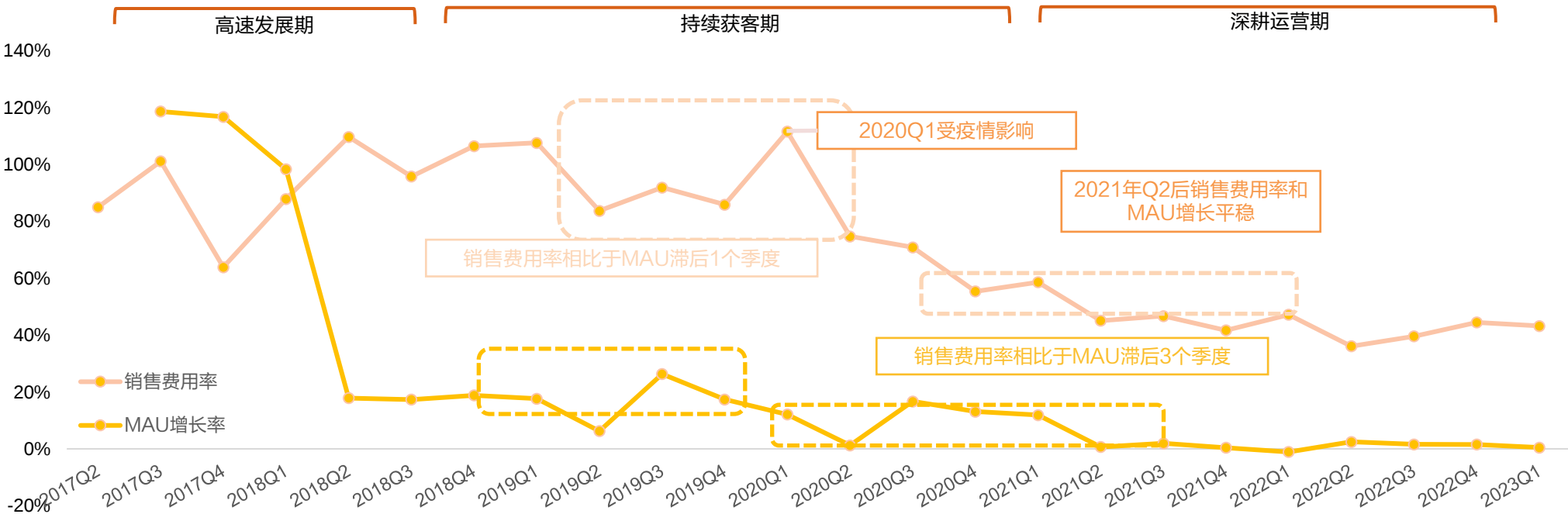


2.4 内部因素之运营能力强：根据市场环境灵活调整投放预算

我们认为拼多多在运营方面充分考虑投入产出比，将MAU增长率作为销售费用投放的前瞻指标，并根据销售费用率及宏观情况做及时调整，做到了ROI高时多投放，ROI低时少投放，从而进行后续活跃购买用户数的转化。根据这一特点可以将其运营期分为3个阶段：

- **高速发展期（2015–2017）**：2018年以前公司处于高速发展时期，销售费用绝对值相对较低，MAU增长率高于销售费用率仍能依赖原生自然流量带来活跃用户的提升，销售费用率波动相对较大；
- **持续获客期（2018–2020）**：进入2018年，公司MAU增速开始放缓，我们认为在销售费用投放方面，公司或将MAU增长率作为前瞻指标，滞后1–3个季度进行调整（除2020Q1受疫情影响公司收入增速有所放缓导致销售费用率出现波动），进一步提升投放及运营效率，在确保ROI的前提下持续获客；
- **深耕运营期（2021–至今）**：公司MAU达到7亿，AAC达到8亿，全年GMV突破2万亿，公司仍积极拓展新兴业务但主营业务进入相对稳定阶段，销售费用率、MAU及AAC增长进入稳定期；

拼多多投放综艺体育节目和MAU变化



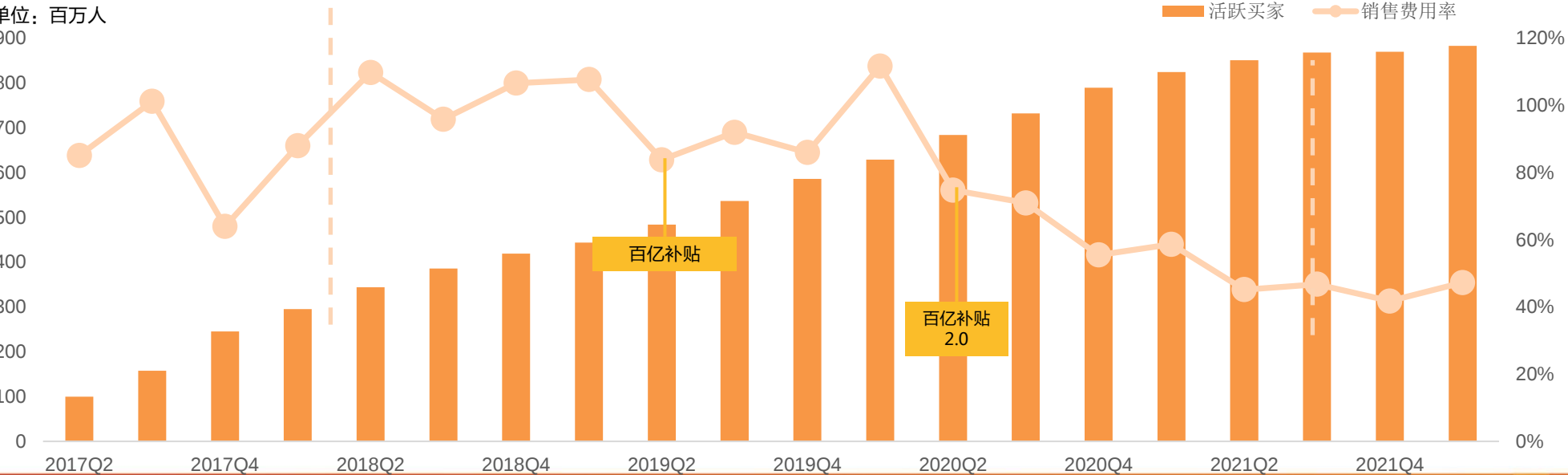
2.4 内部因素之运营能力强：根据市场灵活调整投放预算

- 从投放节目看公司运营能力：通过整理拼多多在2017年-2022年在各平台的投放情况，发现拼多多通过冠名综艺、赞助晚会及体育赛事广告等方式增加曝光；投放媒体主要以地方卫视及长视频平台为主，投放数量在高速发展期时相对较少主要依靠自然流量，在持续获客期达到顶峰，在深耕运营期，流量红利逐步消失后，用户数积累到一定程度，公司投放节目数量随之减少，再次验证公司根据市场灵活调整销售费用投放预算。

拼多多投放部分的综艺晚会等节目和AAC变化

	高速发展期	持续获客期				深耕运营期
	2017年 开始赞助综艺	2018年 大投综艺，网络冠名	2019年 赞助春晚、综艺减少	2020年 湖南卫视购物节晚会	2021年 春晚、奥运会	2022年
总投放/赞助/冠名	3/3/0	16/8/8	14/7/5	8/3/5	3/0/1	1/0/0

不完全 列示	极限挑战3、中国新歌声2、 拜见小师父等	非诚勿扰、奔跑吧2、极限挑战 4、中餐厅2、是真的吗等	歌手2019、身临其境2、春晚、 我们的师父、天天向上、中餐厅 3、湖南卫视跨年演唱会等	笑起来真好看、618/双11/双12 超拼夜、快乐大本营等	春晚、奥运会广告、双11超拼夜	中餐厅6
-----------	-------------------------	--------------------------------	--	----------------------------------	-----------------	------



资料来源：界面、亿恩数据、拼多多财报、Bloomberg等，天风证券研究所

2.5.1 内部因素之发展方向： 多多视频布局短视频，提高用户时长

多多视频于2020年2月上线，2022年初内部提升对多多视频的优先级，将其升级到首页一级入口。我们认为拼多多布局短视频赛道，是公司在直播电商行业高速发展下的防御手段，并通过现金激励的方式，吸引更多用户，拉长用户在平台的停留时间，并通过不断提高现金激励提现的难度，将用户引流至交易环节（即直播间和商品专场），从而完成之后商业化变现。

- 我们认为多多视频的运营方式延续其在首页游戏上的运营策略，利用现金激励策略，通过不断提高提现难度，提高用户转化。通过采用短视频内容平台的运营模式，以现金奖励的方式来刺激使用，提高转化，利用其强占时的特点提高用户在平台的留存。现金激励能减少用户在单个视频停留，更快地刷出商品广告和带货直播间，从而提高商品曝光。

多多视频从供需两端双重激励

对创作者采取**现金+流量激励**

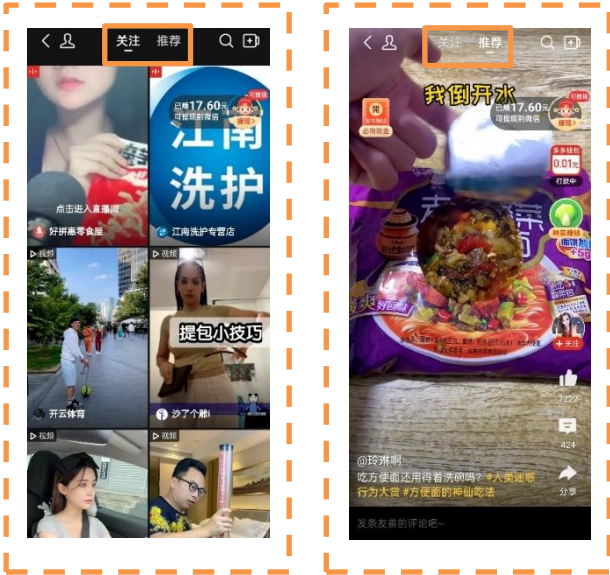
- 百万佣金助力计划、种草达人计划、优质MCN合作制度等
- 在特定话题标签上传视频可以获得现金奖励

对消费者采取**微信提现激励**

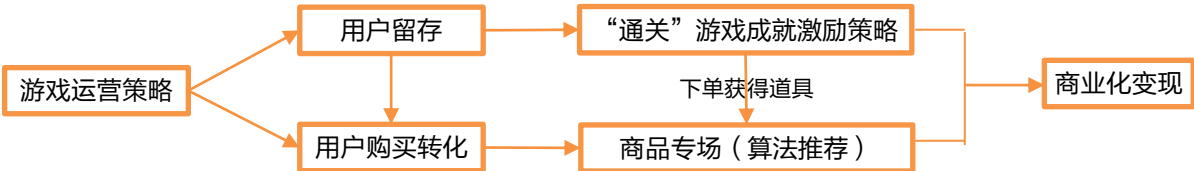
- 刷视频领现金的玩法类似于快手及抖音极速版等
- 刺激用户操作，提高App日活和使用时长，从而促进交易转化

产品设计（关注双列，推荐单列）
多多视频在首页下方有独立tab

拼多多短视频运营逻辑



拼多多游戏运营逻辑（以多多爱消除为例）

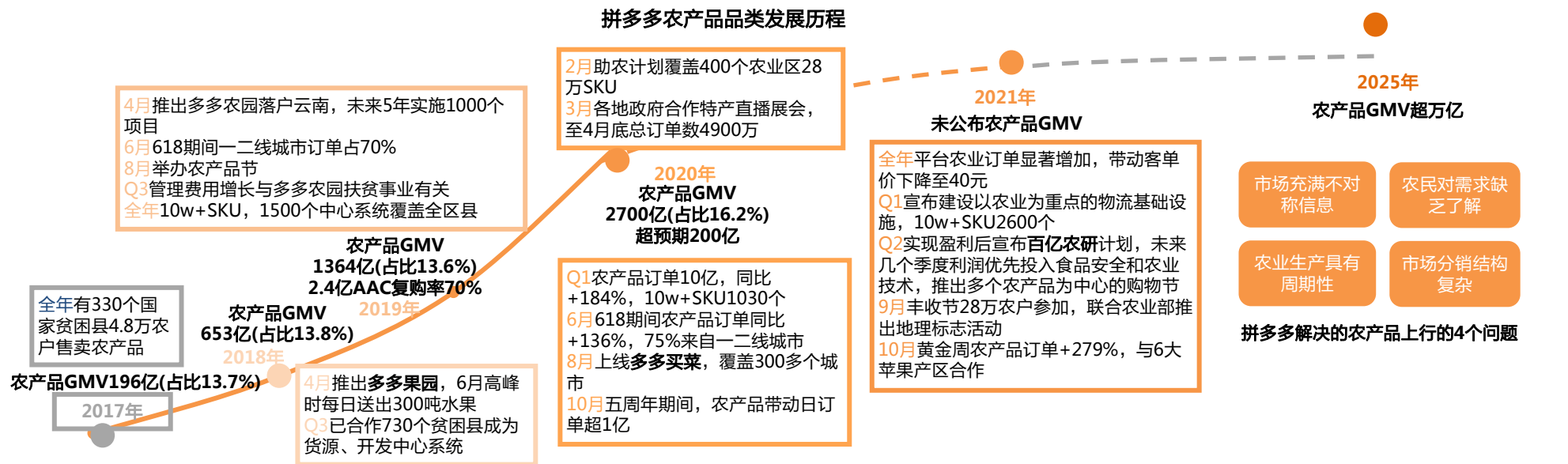


2.5.2 内部因素之发展方向：农业为重点发展方向

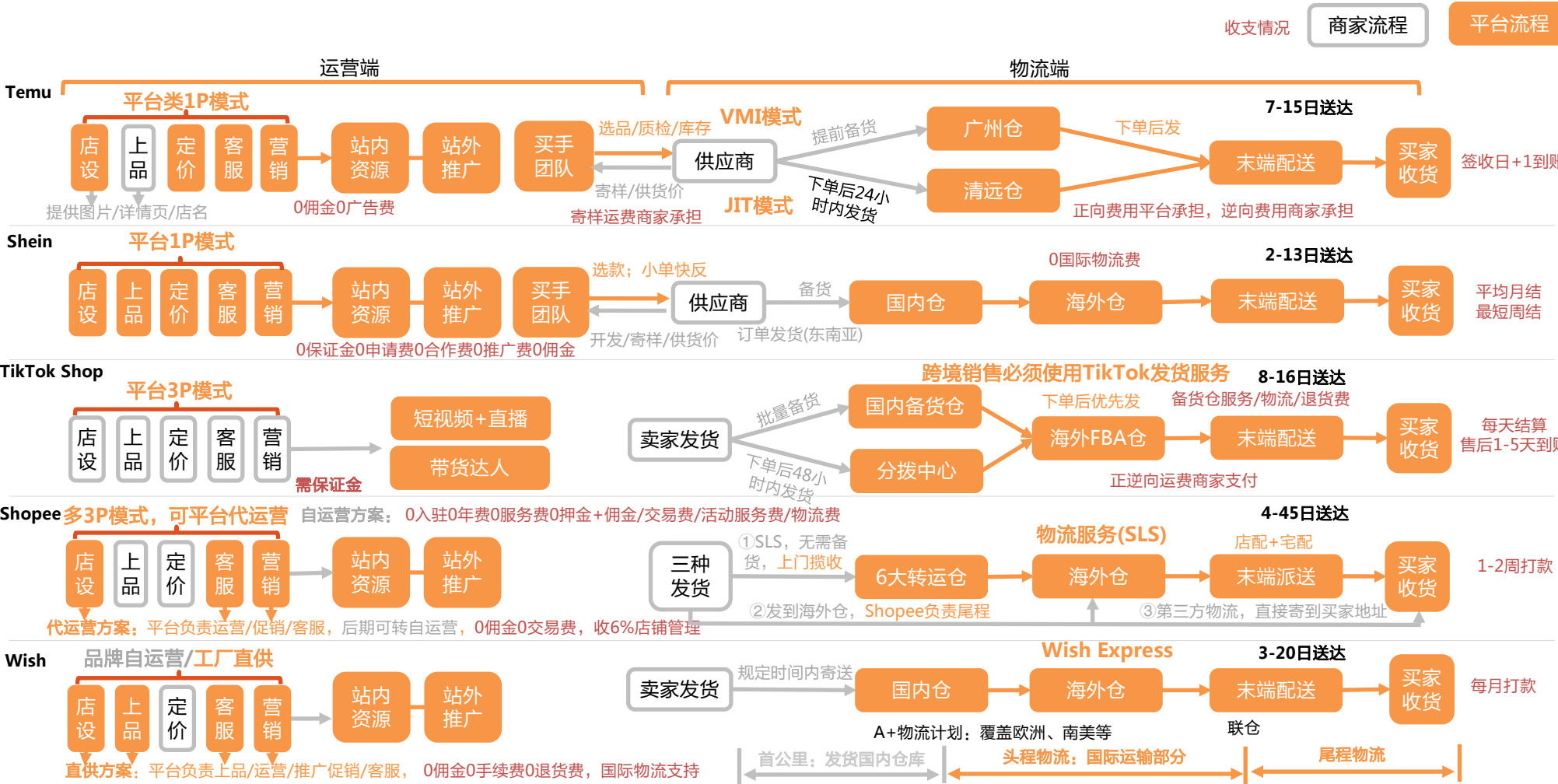
对比美国，我国农业种植土地较为分散，从事农业人员多且为传统农民，机械化程度低，缺乏市场需求的基本信息，在生产周期中存在较大不确定性；从供给端来看，农产品履约成本高，品控困难，产品非标，数字化程度远落后于其他行业；从需求端来看，农产品市场广阔，需求不断释放且复购率高，在激烈的电商平台竞争中仍为蓝海市场。

拼多多将农业作为公司长期发展的核心战略并持续投入资源，体现了公司卓越的市场感知能力和运营能力。我们认为在目前公司AAC增长空间相对有限的情况下，提升复购率及购买频次为提升整体GMV的重中之重，农产品作为电商中的高频购买品类且具有人群普适性，应为重点发展品类，我们将拼多多农业战略发展分为3个时期：

- **拼团模式时期（2015-2018）**：拼多多利用其过往农产品拼单经验，通过拼团模式聚集本地需求，从原产地直接发货，降低物流损耗且保证低价，提升用户体验的同时提高农民收益。同时，公司通过培养新生代农民、开发技术算法等帮助供给端规划，并通过多多果园游戏化设计拉动农产品销售。2018年，农产品及农副产品年GMV达653亿元，占全平台GMV的13.8%，多为农户到消费者的直销。
- **优化供应链时期（2019-2020）**：加强基础设施建设，完善物流体系，发起“多多农园”扶贫兴农计划，首个项目落地云南保山，通过与政府紧密合作，带动深度贫困地区农产品上行优化供应链，改善农业供应链“最初一公里”。2020年8月，多多买菜上线，通过获取本地化商户信息并在合格供应商采购，为用户提供较低价格精选SKU。
- **深耕运营时期（2020-至今）**：发起百亿农研专项计划，连续三年举办“多多农研科技大赛”，助力探索适合小农生产模式、低成本、可复制的农业解决方案，2022年年中多多买菜日均单量领先于美团，在部分地区已实现盈利。



2.6 海外业务TEMU：对比中国跨境电商模式，TEMU为类自运营模式



资料来源：Shein自营招商门户、Wish商户平台公众号等、天风证券研究所

2.6 海外业务Temu：第二增长曲线，为未来收入端贡献增量

拼多多海外平台Temu于2022年9月1日上线，首站选择美国。人员配置上，海外业务由拼多多COO顾娉娉带队，多多买菜多位一级主管负责TEMU在美国市场的招商工作；
我们认为抽调多多买菜多位负责人以及业务线员工，一方面说明多多买菜业务取得阶段性胜利，另一方面我们认为跨境电商业务Temu是继多多买菜后新的增长曲线，在国内购买用户数逐渐见顶、国内市场竞争激烈的背景下，公司出海业务或为未来收入提供增量，打造新增长曲线。

通过复盘拼多多主站快速起量的经验及比较其他跨境电商模式，我们认为拼多多在海外定位上的具体形式为：

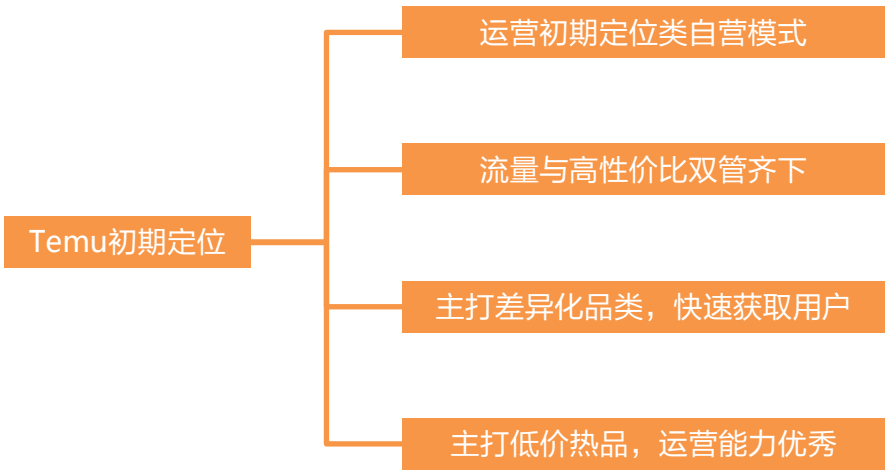
- 运营初期定位类自营模式：类自营模式既能帮助拼多多快速整合国内优质供应链使海外产品Temu快速上线并投入运营，同时可帮助平台把控商品质量和成本积累良好口碑；
- 流量与高性价比双管齐下：复盘拼多多国内主站的快速起量与流量端的积极运营与高性价比息息相关，我们认为在海外方面公司会持续拓展流量端并提升供应链端的能力，提供高性价比的商品以满足客户需求；
- 主打差异化品类，快速获取用户：Temu错位竞争日用百货、首饰等品类，主打客单价低、白牌占比较高、长尾商品较多且尚未成为其他平台优势品类；
- 主打低价人气商品，运营能力优秀：首站选择我们认为多多买菜和TEMU业务更为类似，通过供应商在后台竞标的方式，倒逼选出最优价格的供应商，选择少量SKU，着重于打人气商品逻辑。

展望未来，我们认为公司或将持续运营流量端，深耕低价热品的逻辑，积累用户群体，并在达到一定规模后扩大覆盖区域及鼓励品牌入驻。

Temu组织架构图



Temu初期定位

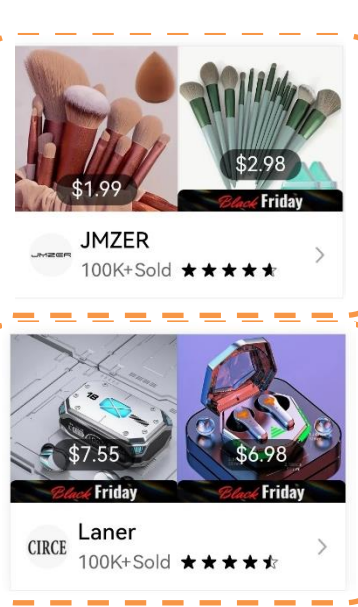


2.6.1 海外业务Temu：为什么选择类自营模式？

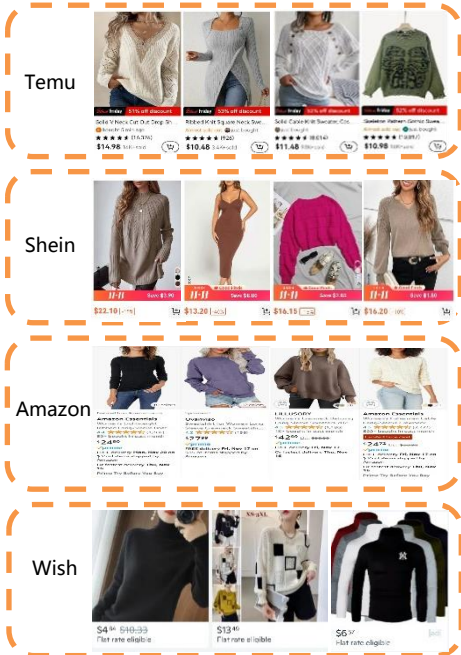
我们认为类自营模式是拼多多在现阶段既能快速上线又能保证产品质量及用户体验的有效方式；

- 相比于1P模式，类自营模式可在海外快速上线；自营模式需要平台与工厂对接完成产品设计到交付全流程，难以在较短时间内搭建完善的供应链体系，同时竞对Shein在部分品类（服装等品类）有较强的供应链壁垒；展望未来，1P模式下，商家品牌曝光度相对较小，商家自主发挥空间受限、主观能动性或有所降低。
- 相比于3P模式，类自营模式可以更好把控商品品质，建立用户口碑；复盘wish的发展历程，在发展初期通过减免上传商品费用降低商家入驻门槛，引入大量商户采取刷单、误导等不合规行为，影响用户体验导致流量下降，类自营模式可以更好把控商品品质；
- 类自营模式方便挑选注重产品开发设计和生产拍摄能力的商家；考虑到美国市场的消费者更看重品质与专利，公司多次强调商家的图片拍摄能力和自主开发能力，我们认为平台图片拍摄能力明显高于wish，基本与Amazon和Shein持平。

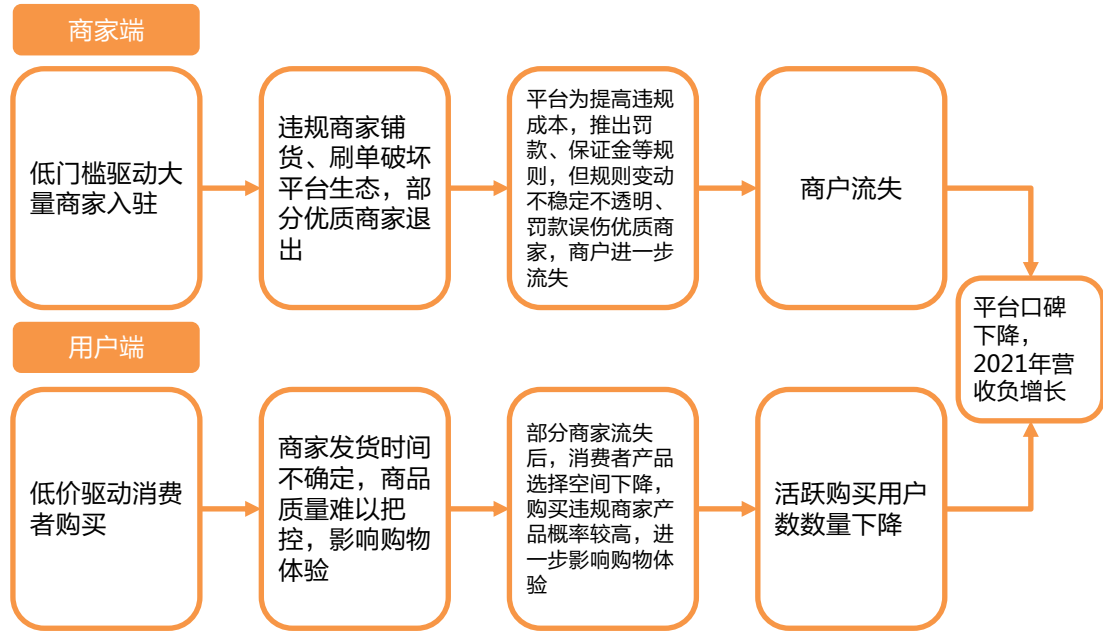
Temu商品页设有店铺展示区域



各跨境电商平台商品展示图片对比



3P模式平台Wish发展历程复盘

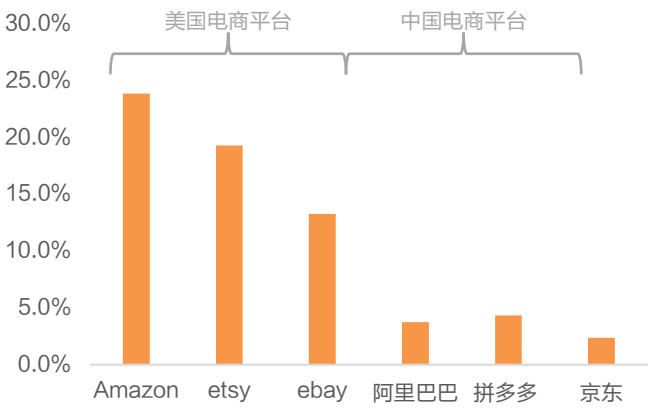


2.6.2 海外业务Temu：为什么首选选择美国？

我们认为美国消费者消费能力强，电商线上渗透率相比于国内仍有较大提升空间，美国市场竞争格局相比于其他市场更为友好且低价模式已在部分品类跑通，在整体高通胀环境下更倾向于购买廉价消费品，与Temu主打低价的战略相契合。

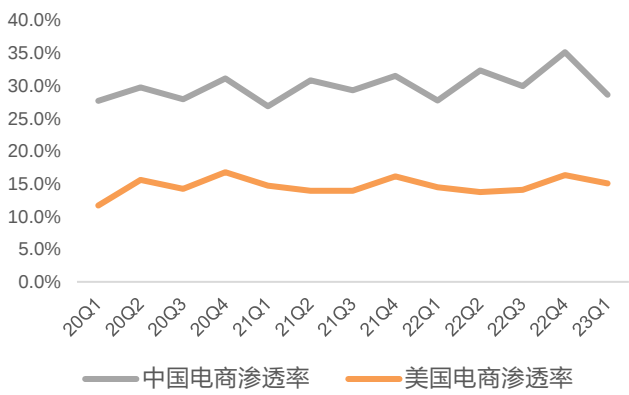
- 美国处于高通胀及经济下行周期，Temu主打低价消费品叠加平台补贴更受欢迎；美国处于经济下行叠加加息周期，为Temu上线提供了良好的时间窗口，针对新注册用户，平台发放3张全单30%折扣的优惠券且享受全平台商品免邮，低价且有差异化的品类为Temu快速起量奠定了基础；
- 美国用户具备高消费能力，电商渗透率仍有较大提升空间，北美市场电商平台高货币化率为电商盈利跑通打下基础；通过对比中美人均消费支出，可以发现到2022年中国人均消费支出约为美国人均消费支出的1/15，且参考亚马逊、eBay及etsy的货币化率水平平均高于10%，相较于国内不到5%的货币化率水平，盈利确定性相对可见，为后续Temu商业化变现打下坚实基础；
- Shein等平台低价热品模式已在美国地区跑通；Shein以服装品类起家，依靠低价+柔性供应链快速起量，根据晚点latepost，2021年上半年GMV达160亿美元，较前一年翻倍，在一定程度上证明低价热品模式可在美国跑通。

2022年中美电商平台货币化率水平对比(%)

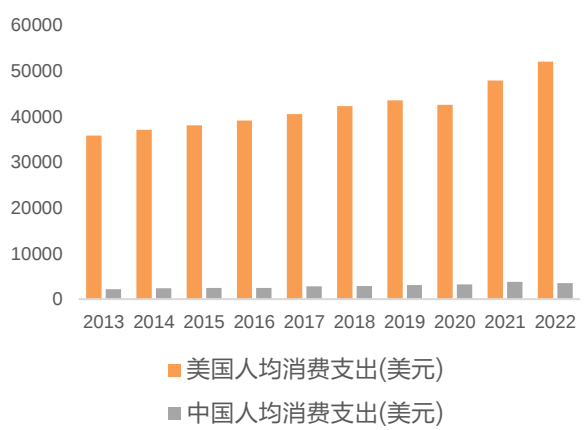


注：Amazon与拼多多的GMV为预测值，阿里巴巴的GMV与收入采用2023财年数据，且为预测值，Amazon与etsy的收入涵盖履约和物流收入

中美电商渗透率对比(%)



中美人均消费水平对比(美元)



2.6.3 海外业务Temu之流量端：Temu社媒流量集中，广告投放分散

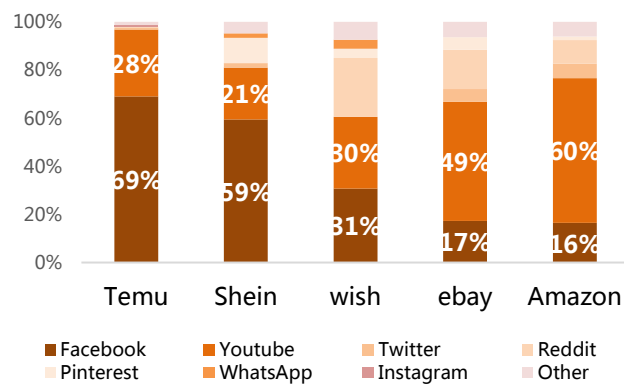
通过复盘拼多多在国内快速起量的发展历程，我们认为其很好地利用了流量端（社交+人气商品逻辑）同时坚持以用户为核心，抓住了用户的核心诉求（高性价比）；我们认为这部分经验可以被复制到海外平台Temu上，因此如何在海外获取流量以及如何使长期供应链成本处于相对低位是Temu能否壮大的关键。

- **流量投放：**Temu在社交平台投放上较为集中，但投放渠道相对分散
- 从投放平台上来看，根据SimilarWeb，Temu选择的引流网站相对集中，有超过97%的引流来自于Facebook及YouTube这两个平台，高于其他电商平台。从投放渠道上来看，Temu的流量投放渠道较为多元化，直接渠道及搜索渠道的投放占比均不足50%。
- **下载量及应用排行榜：**Temu日均下载量在2022年11月后维持在20万左右水平，截至2022年11月27日，累计下载量突破700万。2022年10月18日，Temu首次登顶美国免费购物榜第一，自2022年12月16日以来下载量始终位列美国免费购物榜第一。

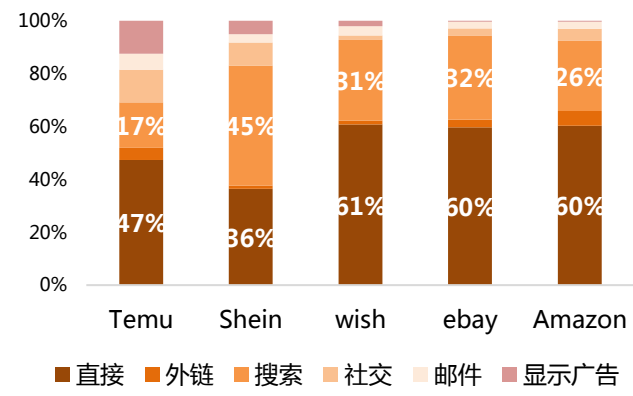
Temu国内外引流广告界面



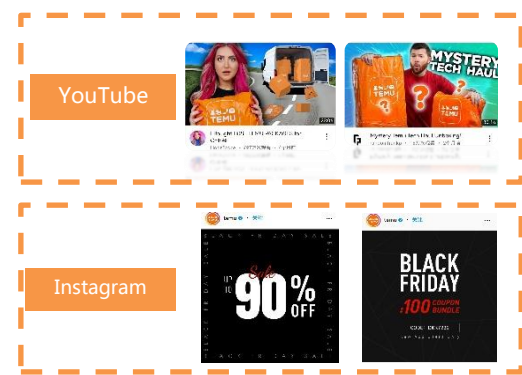
2022年



2022年



YouTube、Instagram广告投放形式



2.6.3 海外业务Temu之流量端：重大节日营销配合社交裂变，用户数有望持续提升

复盘国内发展路径，Temu采取“重大节日营销+社交裂变”的方式，持续扩大用户基数；我们认为Temu结合拼多多主站经验利用节日窗口进行社交裂变，并结合美国本土特点设计游戏及口号，流量端有望高速增长，建议持续关注Temu流量端增长情况。

- **重大节日结合社交裂变：**Temu在上线后，除了日常投放外分别在2022年10月、11月（黑五）及2月（super bowl）做了三次社交裂变的拉新活动，或将带动GMV的快速增长。
- **案例之super bowl事件营销：**Temu借鉴拼多多主站“拼的多，省的多”的口号在美国引入“shop like a billionaire”的广告语，投入1400万美元占据super bowl两个30秒广告时段，并投入1000万美元举办Shake&Cheer Campaign，建议持续关注活动后流量端增长及GMV情况。

Temu重大节日结合社交裂变

2022年9月1日Temu试运营
2022年9月16日Temu正式运营

2022年10月Give40%，Get 40%活动：用户通过分享折扣码获取六折消费券

2022年11月初Referral Bonus（推介奖励）上线：1)邀请1位新用户注册，双方得六折优惠；2)邀请2位好友注册，可得免费商品；3)邀请5位好友注册，得20美元返利
2022年11月末黑五促销：分享Temu抽奖界面，相互助力，有机会抽取黑五购物券

2023年2月占据Super Bowl两个30秒广告时段，广告投放费用投入约1400万美元，并投入1000万美元举办Shake & Cheer Campaign

Shake & Cheer营销活动



进入活动页，当天首次登陆免费获得5次抽奖机会，点击Shake & Cheer 抽奖



抽奖池包括用于凑齐彩票的号码球及其他促销礼物



5次免费机会用尽，参与下方活动获额外机会



1) Gift timer: 倒计时结束得1次机会；2) Invite friends: 分享好友得1次机会；3) 点击Browse并浏览页面30s得1次机会

集齐6个号码可获得彩票，有机会获得10万美元和100美元代金券，2月15日晚19点开奖

2.6.4 海外业务TEMU之22年11月数据跟踪：GMV增长迅速，货品丰富度不断提升

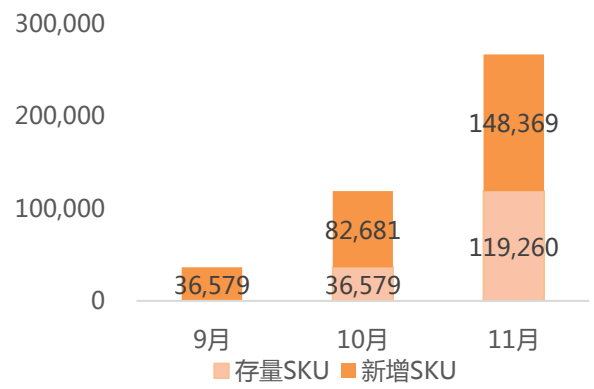
平台整体GMV数据：根据我们统计，Temu上线首月GMV超400万美元，22年10月GMV超2300万美元，22年11月GMV单月破1亿美元，GMV增长迅速起量较快

- Temu平台于22年9月1日上线，22年9月15日前为试运营阶段，随着供给端SKU丰富度增加，流量端社交裂变叠加低价热品策略，平台GMV在22年10月和22年11月迅速增长。

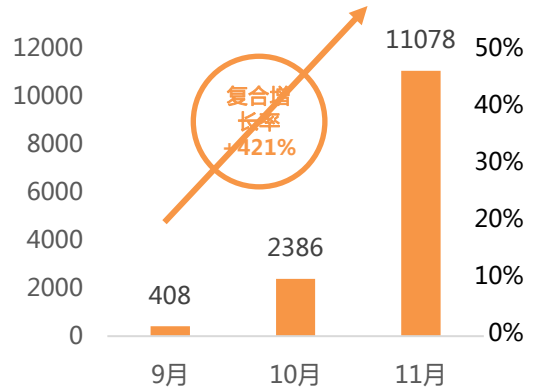
平台SKU数据：货品丰富度不断提升，一级品类持续拓展

- 随着平台SKU的增加，Temu的品类划分趋于精细，且更加符合海外用户的检索习惯。具体来看，家用厨房品类进一步拆分，女装品类在22年10月拆分出大码女装；男装品类在22年10月拆分出男士内衣、22年11月拆分出大码男装；除此之外，22年10月新增箱包、22年11月新增工艺品品类；一级品类划分由22年9月的16类细化为22年11月的27类，SKU从3.7万增长至26.8万。
- 分不同价格区间来看，平均客单价稳步提升。具体来看，\$0-1价格区间的销量占比及SKU占比有所下降，\$3-4及\$10以上销量占比及SKU占比稳步提升。

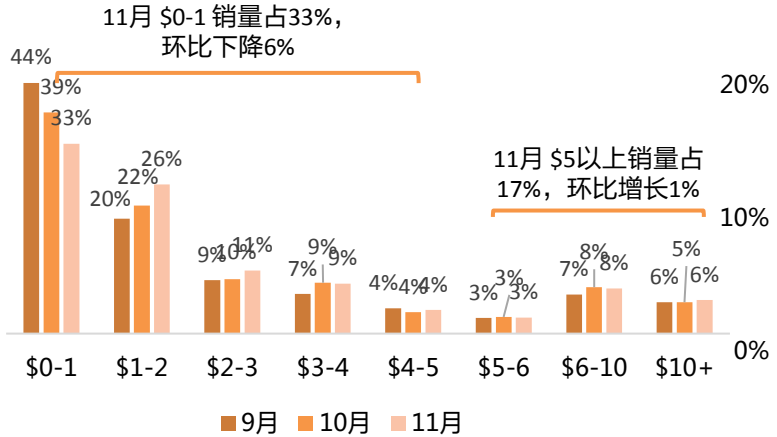
22年9-11月Temu平台SKU变化情况



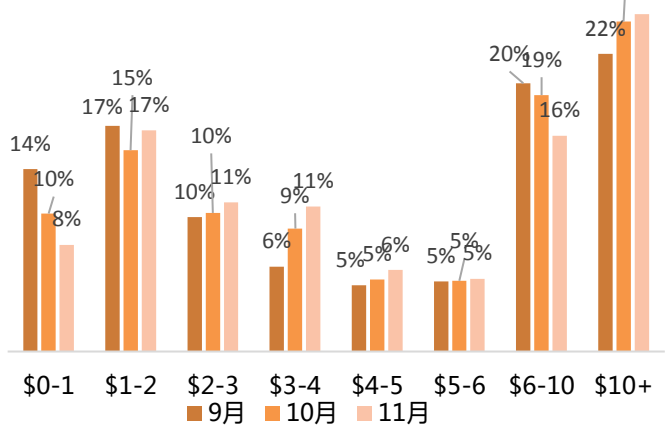
22年9-11月
Temu单月GMV (万美元)



22年9-11月Temu各价格区间
销量分布情况



22年9-11月Temu各价格区间
SKU分布情况

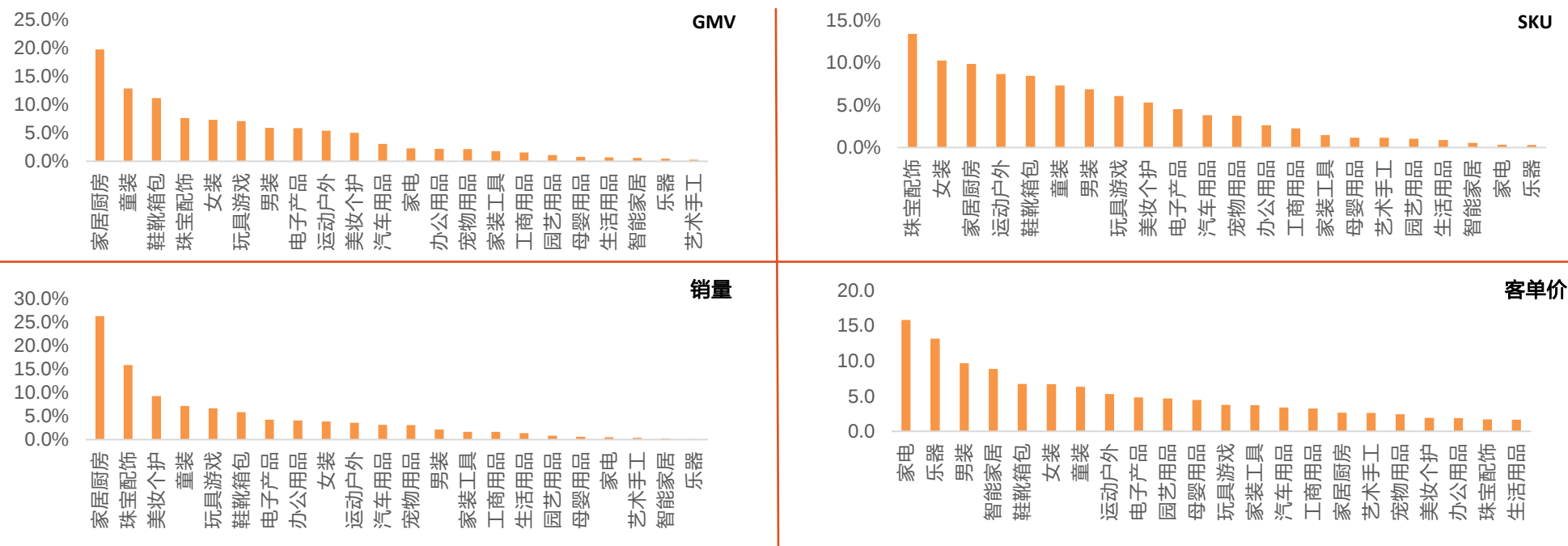


2.6.5 品类数据统计：非标品类GMV占比较高，服装客单价较高

通过分析11月数据，我们分品类从GMV、SKU、销量、客单价四个维度来统计Temu品类数据情况，具体结论如下：

- **GMV**：分品类来看，家居厨房及服饰鞋靴GMV占比较高接近总GMV的50%，且非标品类GMV占比较高（家居厨房、童装、鞋靴箱包、珠宝配饰等）；
- **SKU**：分品类来看，Temu平台SKU分布相对分散，品类矩阵逐步完善，SKU数量显著提升，10月新增家用厨房、家用电器、健康家居、花园草坪用具、家用工具5大品类；
- **销量**：分品类来看，销量占比较高的品类为家居厨房、珠宝配饰及美妆个护，TOP3品类销量占比接近50%；
- **客单价**：分品类来看，客单价较高的品类为服装、家电及乐器设备，客单价在15美元左右。

Temu各品类SKU、销量、GMV和客单价（美元）情况（截至22年11月30日）



目录

1. 为什么拼多多可以突出重围：外部因素

2. 为什么拼多多可以突出重围：内部因素

3. 如何看待拼多多增长空间

3. 如何看待拼多多增长空间

我们认为拼多多是目前少数互联网公司现有业务仍有增长空间且能持续开拓新业务的公司，是互联网板块中少有的alpha属性强的公司；

我们认为拼多多已进入GMV主要由人均GMV贡献的第二阶段：

第一阶段（2015-2020）：GMV由AAC驱动，重在拓展用户基数，养成用户在平台上的使用心智，通过低价商品集中打造人气商品的方式实现用户覆盖，实现“流量+低价人气商品-扩大用户基数-平台心智养成”的正循环

第二阶段（2021-至今）：AAC达8亿后，我们认为拼多多GMV的驱动因素主要由人均GMV贡献，我们认为伴随品牌入驻及品类结构调整带来的客单价或有提升及低价高频商品带来的购物频次或有提升，公司人均GMV或有望持续提升；从中长期维度来看，随着品牌入驻，平台拥有更多的SKU，在用户的转换成本相对较低的情况下，若能做到入驻的大部分sku与其他平台相比价格相对较低，公司或有望持续扩大市场份额，GMV或有望持续提升。

我们认为拼多多的增长空间主要来自于以下几个方面：

主站：GMV及货币化率的持续增长

- GMV：人均GMV与其他电商平台相比仍有一定提升空间，预计客单价提升（高客单价品类占比提升及品牌商家入驻）及人均购物频次提升（用户心智带来的复购率提升以及多多买菜等高频购买场景GMV增长）为驱动GMV增长的主要因素；
- 货币化率：佣金货币化率及广告货币化率均有提升空间
- 佣金货币化率：我们认为拼多多佣金货币化率仍有一定提升空间，主要原因如下
 - 1）随着品牌上行及入驻，我们认为百亿补贴GMV占比仍有一定提升空间或带来公司佣金货币化率的提升；
 - 2）和淘宝相比，21年拼多多佣金货币化率仅为阿里巴巴的52%，考虑到多多买菜佣金货币化率高于主站，我们认为伴随多多买菜占GMV的占比提升，我们认为公司佣金货币化率仍有一定提升空间。
- 广告货币化率：全新广告产品上线或带来广告货币化率提升
 - 1）随着新广告产品（全站推广）在2022年推出，全站推广模式流量更为丰富，或带动有一定预算但缺乏广告投放技巧的中小商家进行投放，有望带动公司广告收入提升；
 - 2）随着品牌上行，美妆等品类商家广告预算相对丰富（销售费用率高于其他行业）有望带动整体广告收入提升。

新业务：

- TEMU：公司快速扩张非美国地区，官网目前上线48个国家和地区，在欧洲、亚洲、大洋洲等领域快速扩张。

3.收入端核心驱动因素

我们认为拼多多在现有市场竞争格局里是少数几个在各项指标拆分中都能有所增长的互联网公司，且在原有主站业务稳健增长的同时，仍有新业务（海外业务TEMU）持续贡献收入增量。



3.1 GMV端核心驱动因素之一：活跃购买用户数（AAC）

- 国内AAC：我们认为拼多多国内活跃购买用户数已接近天花板，预计2024年国内活跃购买用户数为9.25亿，拼多多网民渗透率可达85%。
- 海外AAC：我们认为海外是用户数增长的主要来源；根据公司官网，TEMU目前已上线及内测国家共48个，多地区上线速度较快，中性情况下我们预计今年TEMU活跃购买用户数为1.02亿，明年TEMU活跃购买用户数为1.28亿；乐观情况下我们预计今年TEMU活跃购买用户数为1.31亿，明年TEMU活跃购买用户数为1.57亿。

拼多多主站活跃购买用户数预测

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E
互联网网民规模 (亿)	7.72	8.29	9.04	9.89	10.32	10.67	10.78	10.88
互联网网民规模 yoy (%)	/	7%	9%	9%	4%	3%	1%	1%
拼多多AAC (亿)	2.45	4.19	5.85	7.88	8.69	9.07	9.16	9.25
拼多多网民渗透率 (%)	32%	51%	65%	80%	84%	85%	85%	85%

TEMU购买用户数预测

	2023E	2023E	2024E	2024E
	中性	乐观	中性	乐观
全球电商用户数 (百万)	2496	2496	2741	2741
美国				
电商用户数 (百万)	274.7	274.7	279.9	279.9
Temu 渗透率	15.0%	20.0%	20.0%	25.0%
Temu AAC (百万)	41	55	56	70
其他地区 (除中国和美国)				
电商用户数 (百万)	1520	1520	1449.2	1449.2
Temu 渗透率	4.0%	5.0%	5.0%	6.0%
Temu AAC (百万)	60.8	76	72	87
总计 (百万)	102	131	128	157

3.2&3.3 GMV端核心驱动因素之二：客单价及购物频次

复盘拼多多的成长路径，我们认为在用户积累到AAC达8亿且一二线城市用户渗透率有所提升后，公司开始着重提升人均GMV，拆分来看人均GMV=客单价*购物频次，公司着重于发力低频高客单价的商品（百亿补贴）以及高频低客单价的商品（多多买菜），双管齐下提升用户人均GMV，和其他平台相比，尤其是和用户画像相对类似同定位下沉市场的的快手相差不大，和阿里京东相比仍有较大差距，因此我们认为拼多多在人均GMV方面仍有比较大的提升空间；

短期来看我们认为公司人均GMV的提升主要体现在：

- 客单价：我们认为随着品牌或有入驻及百亿补贴GMV占比或有提升叠加高客单价品类占比或有提升（3C数码及美妆品类），拼多多客单价有望继续提升；
- 购物频次：我们认为随着多多买菜占比稳步提升叠加随着品牌入驻带来的商品丰富度或有提升，用户心智逐渐养成且平台间转换成本较低，拼多多购物频次或有望持续增长。

长期来看，我们认为公司人均GMV的天花板或取决于：

- 1) 入驻品牌数量及SKU数量能否匹配平台用户多样化的消费需求，建议持续关注百亿补贴GMV占比情况以及调性分4分以上品牌商家入驻数量；
- 2) 在保证商品质量的前提下，不同品类价格是否可以持续做到低于其他平台，建议关注核心商品及新入驻sku价格比较；

我们认为如果人均GMV有望稳步提升，公司将持续获取电商市场份额，维持超行业增速增长。

各平台人均GMV对比

财年		2018/FY2019	2019/FY2020	2020/FY2021	2021/FY2022	2022/FY2023	2023E
阿里	活跃消费者人均消费（元）	8757	9076	9240	8833	8234	8242
京东	活跃消费者人均消费（元）	5492	5761	5536	5787	5782	5913
拼多多	活跃消费者人均消费（元）	1127	1720	2115	2810	3336	4213
快手	活跃消费者人均消费（元）				3238	3605	3987

注：FY2023年为阿里22年财年数据，对应其他自然年22年。快手活跃账户数目为预测值

3.4 take rate核心驱动因素：佣金货币化率与广告货币化率

我们认为拼多多在佣金货币化率及广告货币化率相比其他平台均有一定提升空间

- **佣金货币化率：**目前拼多多的佣金组成主要是多多买菜、百亿补贴，以及对于一些特殊类目（虚拟类目、玉石等）征收的技术服务费等，相比于阿里，2022年拼多多佣金货币化率（含多多买菜）仅有0.92%，仅为阿里的81%，我们认为当前主站佣金货币化率处于较低水平，随着多多买菜及百亿补贴占GMV比例稳步提升，或带动主站佣金货币化率稳步提升；

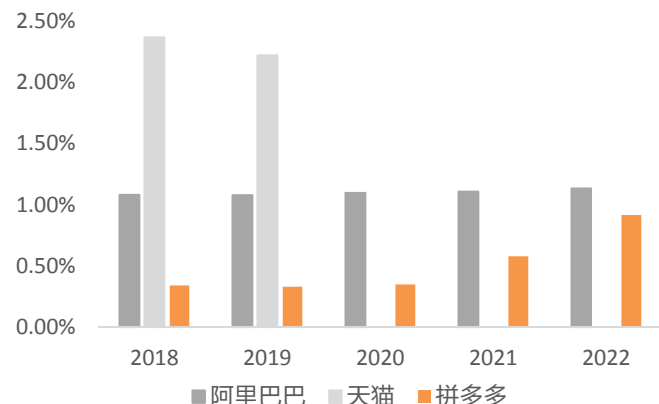
- **广告货币化率：**2021年拼多多广告货币化率已高于阿里，我们认为主要有以下几个原因

- 1) **拼多多相比于其他平台中小品牌占比较高：**阿里平台品牌程度较高，头部品牌占比高于其他平台，而拼多多目前入驻多为中小品牌，我们认为头部品牌相对于中小品牌，用户认知度较高，店铺评分相对较高且有高复购率，获得自然流量权重倾斜较大，而中小品牌知名度相对有限，在发展初期仍需靠广告建立消费者的用户心智，因此存在广告货币化率高于阿里可能；

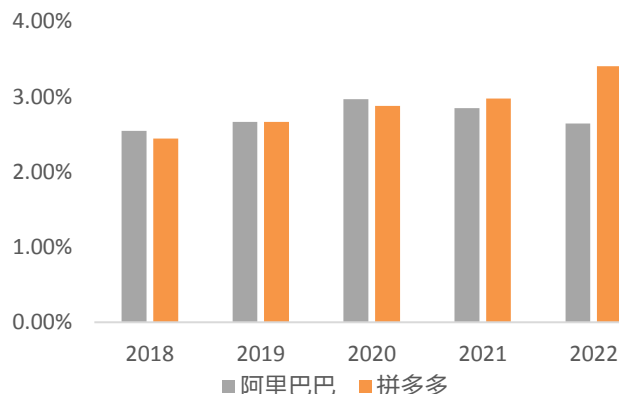
- 2) **新广告产品上线，部分免费流量或有置换广告收入提升广告货币化率：**2022年5月，拼多多上线“全站推广”广告产品，一方面全站推广模式投放便捷，或带动有一定预算但缺乏广告投放技巧的中小商家进行投放；另一方面，全站推广模式流量更为丰富，或可撬动部分部分免费流量，提升商品整体GMV，提升整体平台广告货币化率；

- 3) **品类结构调整，高广告货币化率品类占比提升：**随着美妆品类占GMV占比稳步提升，美妆行业整体销售费用高于其他行业且利润空间更大，且在广告投放的意愿度也更高，或可带动平台广告货币化率的提升。

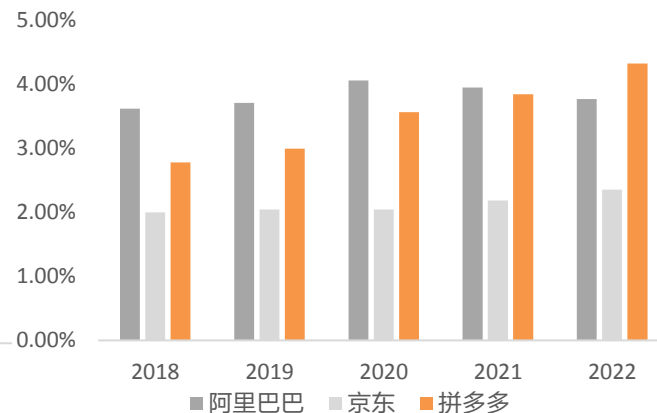
阿里巴巴、天猫与拼多多佣金货币化率对比(%)



阿里巴巴与拼多多广告货币化率对比(%)



阿里巴巴、京东与拼多多平台货币化率对比(%)



附录：拼多多广告产品汇总（CPS、CPC、CPM、CPT）

计费类型	广告产品	推出时间	具体操作	推广场景	计费方式	适用目标
CPS	多多进宝	/	商家设置商品 优惠券和佣金比例 ，激励推手分享商品链接	推手将产品推广到社区、朋友圈，公众号、小程序，导购网站，各类APP，自媒体平台等多个站外场景	按 实际成交效果 计费 推手按实际交易额获得佣金，存在通用推广、专属推广和招商推广三种方式。 推手佣金=流量*转化率*客单价*佣金比例	0销量商家、小型电商
	放心推	2020年9月推出 (2022年9月28日下线)	设置商品的成交出价，系统以此目标进行优化投放	全店托管式 智能投放工具，所有多多搜索与多多场景内的优质资源位：包括首页、搜索结果页、频道首页、营销活动页等	按 实际成交效果 计费，不成交不扣费	适合所有对象，现金流稳定、资金充足使用相对成本更低、效果更佳
CPC	多多搜索	2018年前 已出现“搜索推广”	商家 竞价购买 关键词，拿到广告位排名，产品在买家使用关键词搜索时推广	用户搜索关键词，第1、7、13、19....(1+6n)位即为广告位	按 点击付费 综合排名涉及 广告出价与质量分 评估； 展示不收费，买家点击才扣费。 费用=下一位的质量分*下一位的出价/自己的质量分+0.01	中小型电商/中低端品牌方，总体来说适用于大部分拼多多商户
	多多场景	2018年前 已出现“场景推广”	第一步：填写推广计划信息,选择推广方案 第二步：填写成交出价，或采纳系统建议出价。	拼多多浏览类目商品页，商品详情页（3，9，15，21，27位），订单评价后跳转页，营销活动页等	oCPX ：智能化目标出价方式，只需填写预期成交价（愿意为获得一个订单所付出的推广费） 预期成交价：预期成交价 = 商品售卖价-成本-利润	不同场景适配不同对象
	全站推广	2022年4-5月推出	以商家设置的 目标投产比 优化投放； 系统使用商品图片作为广告创意投放。	全站资源位投放 ； 注：开启全站推广后，商品在其他推广产品（多多搜索、多多场景等）的推广将被系统暂停	按 目标投产比 出价： ①目标投产比解释：商家期望每花费1元，在搜索和场景流量14天内带来的支付交易额 ②目标投产比越低，拿量能力越强，反之越弱 按 成交 出价： 成交价=搜索和场景流量中预期商品成交一单的广告花费	适用于所有对象，尤其利于新店铺快速曝光、增长
CPM	明星店铺	2018年前	用户搜索相关品牌词和商品名称时，展示店铺创意及店铺热销商品	banner 置顶 形式在搜索结果的单品页面/店铺首页/订制页面展示	按 实际展示次数 扣费。 排名=店铺权重*CPM出价	旗舰店、专卖店、专营店等中大型电商
	直播推广	2020年1月正式上线	商家自主开播，直播间自动引流	直播期间将直播间投放到平台优质广告资源位，并可在多多搜索、多多场景推广展示	oCPM推广 ：按 成交出价 ，按 展现计费 自定义推广：按 千次展现出价 ，按 展现计费	基本适用所有对象
CPT	展示广告	2018年前 已有banner广告出现	推广计划报名/申请CPT广告资源位	首页或各大游戏、活动场景中 ，如多多果园、现金签到、省钱卡等	按 时长 计费，流量级别越高收费越高	需要拓展新流量的大小店商

风险提示

- **行业竞争加剧风险：**电商行业竞争激烈，直播电商平台持续获取市场份额，传统电商平台增速或受到影响，GMV增长或不及预期；
- **宏观经济复苏不及预期及疫情反复风险：**疫情后宏观经济仍面临多重挑战因素，目前仍存在反复感染风险，或影响消费者消费意愿及物流履约环节使增长不及预期；
- **海外业务增长不及预期：**海外电商行业竞争激烈且政策存在一定不确定性，或使新用户增长及GMV增长不及预期；
- **品牌上行战略不及预期：**部分品牌担心平台调性，品牌入驻数量及品牌SKU数量增长不及预期；
- **第三方数据与实际数据存在偏差：**测算多来自于第三方数据平台，可能因统计范围问题导致数据存在误差，从而导致第三方数据与实际数据存在偏差。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。
本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。
本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。
天风证券的销售人员、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。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的6个月内，相对同期沪深300指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益20%以上
		增持	预期股价相对收益10%-20%
		持有	预期股价相对收益-10%-10%
		卖出	预期股价相对收益-10%以下
行业投资评级	自报告日后的6个月内，相对同期沪深300指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅5%以上
		中性	预期行业指数涨幅-5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅-5%以下

THANKS