

低价优势深厚，组织效率驱动“超级速度”出海

2025年01月17日

本篇报告为我们电商研究深度系列第二篇，重点复盘研究国内平价优势深厚电商平台“拼多多”的崛起过程及发展现状。

► **拼多多：白牌逻辑+极致效率，实现快速崛起。**拼多多 2015 年成立，2018 年纳斯达克上市，2021 年成为中国大陆地区用户数最多的电商平台。公司 2017-2021 年活跃买家数 CAGR 达 37.3%，GMV CAGR 达 103.9%；2017-2023 年收入 CAGR 达 128%，盈利能力也呈提升态势，2023 年全年实现 Non-GAAP 净利润 679 亿元，Non-GAAP 净利率 27.4%。

► **拼多多快速崛起原因复盘：**1) 抓住时代机遇：2015 年国内电商在交易额的渗透率仍不足 10%（目前 25%+），而第三方物流设施已经初步成熟，淘天等龙头押注消费升级导致低价供应链外溢，为拼多多拓展下沉空白市场提供机遇。2) 借助微信流量&社交裂变，低成本实现用户快速扩张。3) 早期凭借低价优势取得用户心智后，通过“百亿补贴”实现从“性价比用户”到“用户性价比需求”的破局，近两年更为谨慎的消费环境也成为拼多多崛起的“东风”。4) 拼多多的快速发展离不开强大的组织效率支撑，公司内部管理组织扁平化&灵活度高，2023 年拼多多人均创收达 1423 万元，分别为同期阿里的 3 倍，京东的 7 倍。

► **国内业务：行业竞争激烈，增长放缓。**2023 年国内网购用户渗透率高达 80%+，国内增量空间有限；同时 2024 年下半年以来拼多多推出“百亿减免”等惠商举措，尽管这一系列举措有利于平台长期健康经营，但短期或将对平台货币化率产生抵减影响。

► **Temu：“超级速度”出海，成为增长驱动性力量。**Temu 为拼多多 2022 年 9 月上线的出海平台，截至 2024 年 12 月 24 日，已经上线 89 个国家/地区。Temu 凭借中国的供应链优势及“半托管”模式实现海外低价供给，叠加分享推荐&广告投放实现用户数快速增长，据 Similarweb 数据，截至 2023 年 12 月 Temu 的独立用户数量已达 4.67 亿，与全球速卖通齐平，位列全球电商排行榜第二名。为解决“全托管”模式下的跨境关税风险&品类限制，Temu 于 2024 年 3 月上线“半托管”，面向具备海外履约能力的大型卖家。我们认为，目前 Temu 发展迅速，但仍面临挑战：1) 关税&监管风险或将削弱 Temu 价格优势；2) 海外供应链&履约能力或将成为影响 Temu 海外竞争的关键变量。

► **投资建议：**我们认为，拼多多国内低价领域优势深厚，但短期电商行业竞争激烈，主流平台纷纷补贴用户&反哺商家，拼多多商家运营优化政策或将对短期 TR 产生一定影响；但目前整个电商板块估值性价比较高，拼多多海外业务仍处于高速扩张，建议关注拼多多。

► **风险提示：**1) 电商行业竞争加剧风险；2) 政策及监管风险；3) 海外业务发展风险；4) 供应链管理风险。

重点公司盈利预测、估值与评级

证券代码	证券简称	股价(港币)		EPS (元/ADS)				PE (倍)				评级
		/美元	2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E		
PDD	拼多多	100.26	41.67	82.08	93.93	113.2	18	9	8	6	/	
9988.HK	阿里巴巴-W	80.45	8.31	7.66	8.62	9.47	9	10	9	8	推 荐	
JD	京东	35.42	21.31	28.2	31.12	34.45	12	9	8	8	/	
VIPS	唯品会	13.17	14.48	16.03	16.54	17.49	7	6	6	6	/	

资料来源：Bloomberg，民生证券研究院预测；

(注：股价为 2025 年 1 月 16 日收盘价；未覆盖数据采用 Bloomberg 一致预期；阿里对应 FY2024A、FY2025E、FY2026E、FY2027E；EPS 为人民币，股价美股/港股分别对应美元/港币；汇率取 1HKD=0.9412RMB，1USD=7.33RMB；均对应 Non-GAAP 口径。)



分析师 易永坚

执业证书：S0100523070002

邮箱：yiyongjian@mszq.com

分析师 李华熠

执业证书：S0100524070002

邮箱：lihuayi@mszq.com

相关研究

1. 阿里巴巴-W (9988.HK) FY25Q2 业绩点评：淘天 CMR 增速边际改善，云业务进一步增长-2024/11/17

2. 阿里巴巴-W (9988.HK) 首次覆盖报告：战略理顺，主业聚焦重启增长-2024/09/11

目录

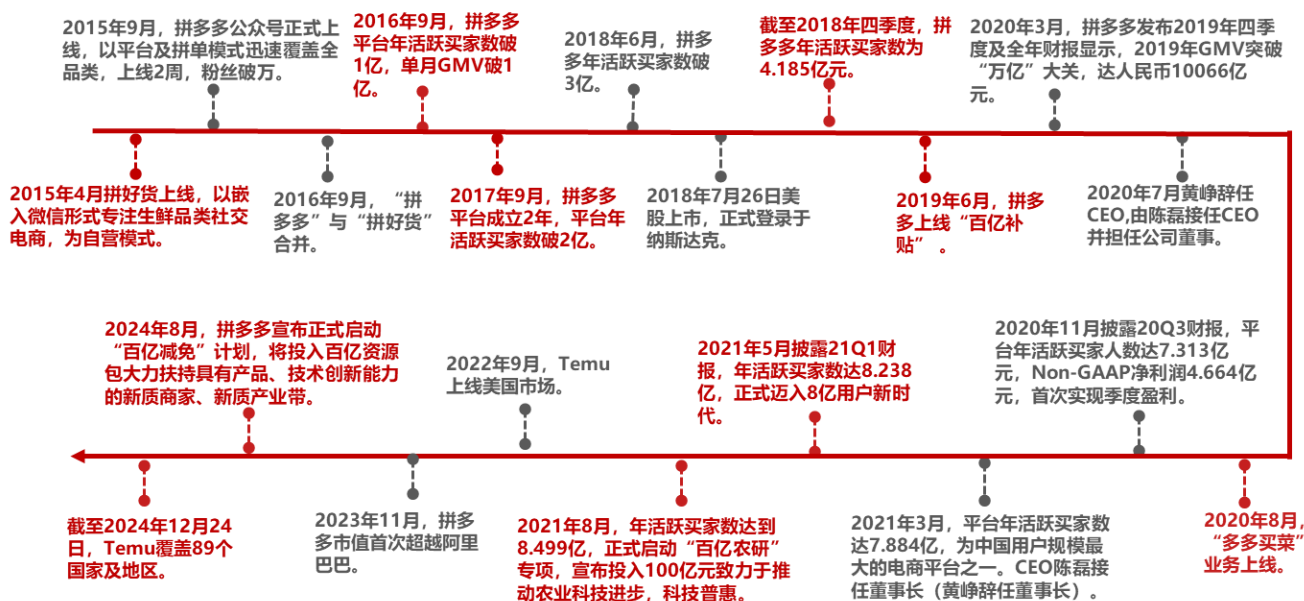
1 拼多多 (PDD): 弯道超车, 快速成长	3
1.1 发展历程: 2015 年成立, 2018 年上市, 2022 年出海	3
1.2 核心高管为公司创始成员, 上市前后融资百亿美金	4
1.3 股价复盘: 目前 PE 估值不足 10 倍, 处于历史低位	7
2 崛起复盘: 白牌逻辑+极致效率	8
2.1 下沉市场电商发展的土壤: 智能手机普及+低价供应链迁移+基础设施的初步成熟	8
2.2 极速增长的扩张方式: 借助微信流量&社交裂变	11
2.3 低价逻辑: “货找人” 模式下实现低价+流量分发亦以低价为目标	12
2.4 从“性价比用户”到“用户性价比需求”的破局过程: 百亿补贴助力定位升级, 更为谨慎的消费环境成为“东风”	13
2.5 扁平化&灵活度高的组织为前端形成支撑	15
3 国内业务: 增长有所放缓, 行业竞争激烈	16
3.1 背景现状: 国内流量增量空间有限, 广告收入增速放缓	16
3.2 竞争激烈, 反哺商家或将对 TR 产生一定影响	17
3.3 行业竞争激烈, 拼多多向品牌渗透, 淘天向低价渗透; 但平台业务存在隐形边界, 不可能无线延伸	18
3.4 多多买菜: 高频打低频, 市占率位居头部	19
4 海外 Temu: 现阶段增长的驱动性力量	20
4.1 跨境电商: 市场规模持续扩张, B2C 份额继续提升	20
4.2 Temu: 复制国内低价&大幅投放获客策略, 以全托管快速扩张	22
4.3 Temu 主要有哪些风险挑战?	28
5 投资建议	30
6 风险提示	31
插图目录	32
表格目录	32

1 拼多多 (PDD): 弯道超车, 快速成长

1.1 发展历程: 2015 年成立, 2018 年上市, 2022 年出海

拼多多 (PDD) 2015 年成立, 2018 年纳斯达克上市, 2021 年成为中国大陆地区用户数最多的电商平台, 2022 年开启出海。拼多多成立于 2015 年, 以农产品零售平台“拼好货”起家, 2015 年 9 月平台模式的“拼多多”正式上线, 2016 年 9 月“拼好货”并入“拼多多”成为“拼多多”的自营频道, 后公司借助微信生态, 凭借“社交裂变”快速渗透下沉市场, 逐步发展成以农副产品为特色的全品类综合性电商平台。公司于 2018 年 7 月在美国纳斯达克上市, 2021 年 6 月拼多多平台年活跃用户数就达 8.499 亿, 平均日在途包裹数过亿, 成为中国大陆地区用户数最多的电商平台; 截至目前拼多多国内年活跃买家数已超过 9 亿, 活跃商家数超千万。公司海外平台 Temu 于 2022 年 9 月上线后快速扩张, 截至 2024 年 12 月 24 日, 已经覆盖 89 个国家/地区。

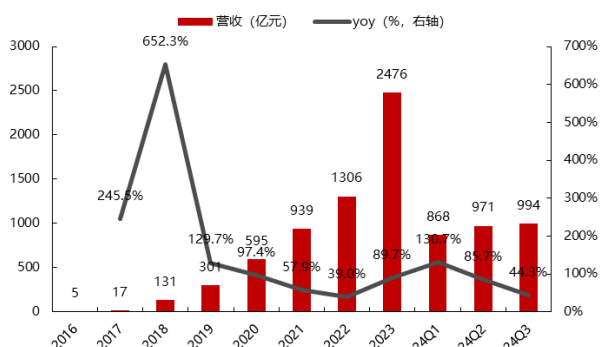
图1: 拼多多发展历程



资料来源: 资料来源: 拼多多官网, 拼多多致股东信, 中国企业家杂志, 中国经济评论, 南方都市报, 晚点 LatePost, 中国新闻周刊, 每日经济新闻, 亿邦动力, 亿恩, 民生证券研究院

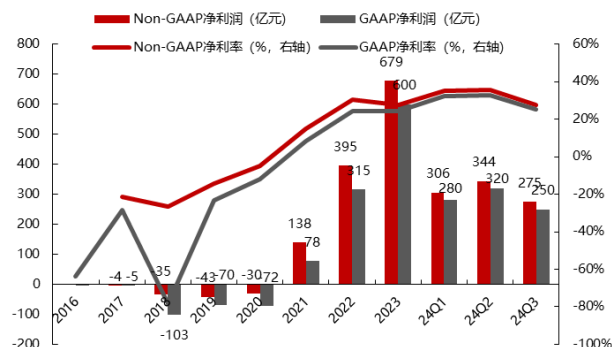
经营数据迅猛向上, 收入利润高增。拼多多借助微信生态及“社交裂变”的打发, 实现了对下沉市场的快速渗透, 2017 年-2021 年实现了年活跃买家数 CAGR 达 37.3%, GMV CAGR 达 103.9%, 2017-2023 年收入 CAGR 达 128%, 盈利能力也呈现向上态势, 2023 年全年实现 Non-GAAP 净利润 679 亿元, Non-GAAP 净利率达 27.4%。

图2：拼多多 2016 年-2024Q3 收入及增速



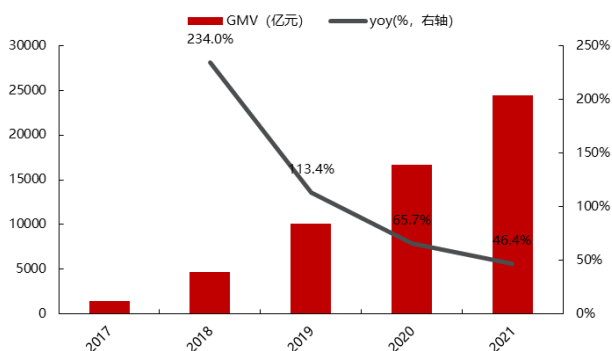
资料来源：拼多多财报，Bloomberg，民生证券研究院

图3：拼多多 2016 年-2024Q3 GAAP/Non-GAAP 利润及利润率



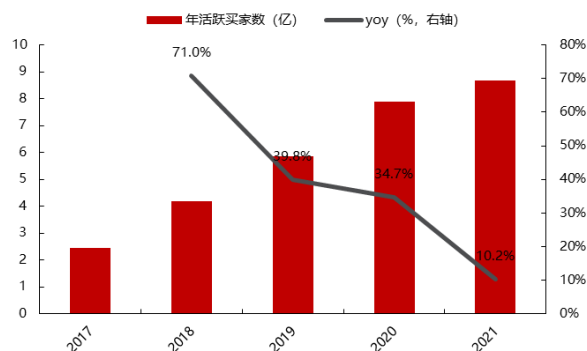
资料来源：拼多多财报，Bloomberg，民生证券研究院

图4：拼多多 2017-2021 年国内 GMV 及增速



资料来源：拼多多财报，Bloomberg，民生证券研究院

图5：拼多多 2017-2021 年国内年活跃买家数及增速



资料来源：拼多多财报，Bloomberg，民生证券研究院

1.2 核心高管为公司创始成员，上市前后融资百亿美金

创始人黄峥创业经验丰富，核心高管均从黄峥创业起便与其合作且技术背景深厚。创始人黄峥有过 B2C 平台欧库网，电商代运营公司乐其，及游戏公司寻梦（前身新游地）等多次创业经历，而其联创及多位核心高管不仅在拼多多创立时便加入公司，多位更是在黄峥早期创立新游地（寻梦前身）时便与其共事，且多数均拥有技术背景。

表1：拼多多创始人&董事及管理层

姓名	职务	年龄	经历
黄峥	创始人	44	黄峥先生是拼多多的创始人，拥有浙江大学计算机科学学士学位和威斯康星大学麦迪逊分校计算机科学硕士学位，毕业后曾在美国谷歌工作，并参与过谷歌中国团队的创建。他是一位连续创业者，2007年创办经营消费电子和家用电器在线 B2C 平台欧库网并于 2010 年出售，此后也创办电商代运营公司乐其。他于 2011 年创办了游戏公司新游地，后更名上海寻梦信息技术有限公司。寻梦游戏内部孵化出的“拼多多”与 2016 年与脱胎于乐其电商代运营团队的“拼好货”合并，成立如今的拼多多。2016 年起，黄先生担任拼多多董事长&CEO 职位，2020 年 7 月辞任拼多多 CEO，后又于 2021 年 3 月辞任拼多多董事长职位。
陈磊	董事会主席兼联席首席执行官	44	陈先生是公司的创始人之一，2020 年 7 月起担任公司董事&CEO（2020 年 7 月至 2023 年 4 月），2021 年 3 月起担任公司董事会主席，2023 年 4 月起担任公司联席 CEO。陈先生拥有清华大学工学学士和美国威斯康星大学博士学位，曾担任过拼多多公司首席技术官，并参与拼多多团队的多次成功互联网创业；他曾任新游地公司高级研发架构工程师、CEO 等职务，还曾任职于谷歌和雅虎。
赵佳臻	董事兼联席首席执行官	40	赵先生是公司的创始人之一，2023 年 4 月起担任公司董事兼联席首席执行官。赵先生拥有华南理工大学电子商务管理学士学位，曾担任过公司高级副总裁及多个领导职务，他创办了多多买菜业务，并领导了拼多多平台几个关键产品类别的运营、包括农业、供应链等。
郑振伟	产品开发高级副总裁	40	郑先生是公司的创始成员，自 2016 年起担任公司产品开发高级副总裁。郑先生拥有浙江大学计算机科学学士学位和硕士学位；他曾担任新游地公司首席执行官，及百度多个职位。
肖俊云	运营高级副总裁	44	肖先生是公司创始成员，自 2016 年起担任公司高级运营副总裁。加入拼多多前他曾担任过担任新游地公司运营总监，也曾是欧库网的创始团队成员之一并担任运营经理。
刘珺	财务副总裁	41	刘珺女士自 2022 年 1 月起担任公司财务副总裁，2017 年至 2021 年，刘女士担任公司财务总监。刘女士拥有中南财经政法大学经济学学士学位，加入拼多多前，刘女士曾担任小红书的财务总监、Light-In-The-Box Limited 的财务副总监、并在普华永道任职过。
Anthony Kam Ping Leung	独立董事	63	Anthony Kam Ping Leung（甘炳亮）先生自 2019 年 8 月起担任公司独立董事兼审计委员会主席，也是薪酬委员会的主席。甘先生获得香港大学物理学学士学位及澳大利亚悉尼麦考瑞大学应用金融硕士学位，是新加坡注册会计师、特许公认会计师公会成员及特许金融分析师，在亚洲金融服务业拥有 30 多年的经验。
林海峰	董事	47	林海峰先生自 2017 年 6 月起担任董事，他拥有浙江大学工程学学士学位及宾夕法尼亚大学沃顿商学院工商管理硕士学位，是现任腾讯金融科技负责人，腾讯控股有限公司企业副总裁。此前，他也曾担任腾讯科技（深圳）有限公司并购部总经理、微软财务、战略和业务运营职务，并在诺基亚中国有过工作经历。
Ivonne M.C.M. Rietjens	独立董事	65	Rietjens 博士 2023 年 8 月起担任独立董事，也是审计委员会和提名与公司治理委员会的成员，她在食品安全领域拥有超过 25 年的经验，自 2001 年以来，一直是瓦赫宁根大学的全职教授，现任毒理学系主任。她是荷兰皇家艺术与科学院（KNAW）的当选成员，也是 KNAW 自然科学与工程专业委员会的主席，目前是美国香料和提取物制造商协会（FEMA）专家小组的主席，还是法国农业科学院的当选成员。她还是 Skal Biocontrole（一个监督和认证荷兰有机食品链的独立组织）的董事会成员，以及恒天然全球食品安全科学顾问团的成员。
George Yong-Boon Yeo	独立董事	69	George Yong-Boon Yeo（杨荣文）先生自 2018 年 7 月起担任独立董事兼提名和公司治理委员会主席，他还是审计委员会和薪酬委员会的成员，目前担任新加坡国立大学李光耀公共政策学院访问学者、友邦保险集团独立非执行董事和创新科技有限公司独立非执行董事。此前，杨先生在新加坡政府任职 23 年，曾任新加坡新闻与艺术部、卫生部、贸工部和外交部部长，还是伯格鲁恩治理学院董事会成员、北京大学国际顾问团成员等。

资料来源：拼多多官网，拼多多财报，环球人物，民生证券研究院

2021年3月后拼多多成为同股同权公司；截至2024年2月29日创始人黄峥为第一大股东持股25.4%，腾讯为二股东持股占比14.1%。截至2024年2月29日，公司共计55.55亿股A类普通股（无B股），其中创始人黄峥持股占比25.4%，腾讯持股占比14.1%，拼多多合伙人持股6.7%，董事及管理层合计持股占比达1.1%。拼多多此前实施同股不同权架构（AB股双重投票权结构），A类股票每股代表1个投票权，B类股票代表10个投票权，仅创始人黄峥持有B股；2021年3月黄峥辞任拼多多董事长职位后，其持有B股投票权将失效并转化为A类普通股，此后拼多多仅有A类普通股，成为同股同权架构公司。

表2：拼多多持有5%以上股东及管理层持股情况（截至2024年2月29日）

持有人	持有股份数	持股占比
黄峥	1,409,744,080	25.4%
腾讯	783,468,116	14.1%
拼多多合伙人	370,772,220	6.7%
拼多多董事及管理层合计	62,225,417	1.1%

资料来源：拼多多财报，民生证券研究院

公司上市前后融资高达百亿美金级别。拼多多作为主流平台中最晚成立的货架电商平台，能够实现弯道超车（目前GMV为行业第二仅次于阿里巴巴）离不开发展早期持续且大额的补贴用户、市场营销及研发投入，其上市前后超130亿美金（不完全统计）的融资为公司过往高速增长，持续补贴提供资金支撑。

表3：拼多多历史融资梳理

时间	融资轮次	融资金额	估值/融资时点市值	投资人/发行信息
2015年8月	天使轮	未披露	—	MFund 魔量资本
2016年3月	A轮	数百万美元	—	高榕资本
2016年7月	B轮	1.1亿美元	—	高榕资本、腾讯投资、新天域资本、凯辉基金、光速光合等
2016年7月	C轮	2.13亿美元	—	红杉资本中国、高榕资本、凯辉基金、腾讯投资
2018年4月	D轮	13.69亿美元	估值150亿美金	腾讯投资、红杉资本中国
2018年7月25日	IPO	18.7亿美元	估值240亿美元（隐含超额配售&期权的估值）	定价19美元/ADS，发行3.94亿股A类普通股。
2019年2月8日	FPO	13.75亿美元	总市值299亿美元	定价25美元/ADS，发行2.2亿股A类普通股。
2019年9月29日	发行可转债	10亿美金	总市值364亿美元	0票息0收益率，五年期，转股价：42.61美元/ADS（较当时溢价37.5%）。
2020年3月31日	定增	11亿美元	总市值419亿美元	新发型约占已发行股份总数的2.8%。
2020年11月19日	增发	41.26亿美元	总市值1649亿美元	定价125美元/ADS，发行1.32亿股普通股。
2020年11月19日	发行可转债	20亿美金	总市值1649亿美元	0票息0收益率，五年期，转股价：190.63美元/ADS（较当时溢价38.5%）。

资料来源：拼多多公告，企查查，同花顺iFind，经济观察报，证券时报，民生证券研究院

1.3 股价复盘：目前 PE 估值不足 10 倍，处于历史低位

历史强劲盈利的基本面驱动股价增长，目前受行业竞争激烈，担忧盈利波动，PE 不足 10 倍。公司股价走势可分为 4 个阶段：

1) 上市后-2021 年 3 月，尽管在这一阶段拼多多还没有实现盈利，但是经营数据呈现持续向上趋势，2018-2020 年 GMV CAGR 达 88%，年活跃买家数 CAGR 达 37%，ARPU CAGR 达 37%，持续向上的经营数据叠加中概资产整体走势强势，拼多多股价持续上涨。

2) 2021 年 3 月-2022 年 3 月，一方面整个平台经济面临更为严格的监管环境，整体中概资产走势下行，同时拼多多在首次实现季度盈利后再度亏损，盈利能力呈现波动趋势，导致股价承压。

3) 2022 年 3 月-2024 年 8 月，拼多多已经连续 3 个月实现稳定盈利，收入利润均呈现高增长态势，在这一阶段，公司 PE-Forward 在 15-25x 区间，盈利的持续提升成为驱动股价上涨的主要动因，形成有别于中概资产整体的亮眼走势。

4) 2024 年 8 月至今，拼多多国内业务增长放缓，且电商行业竞争激烈，公司对商家补贴等费用端投放有扩大趋势，市场对国内盈利能力有所担忧；海外业务尚处于扩张期，尚未形成盈利能力，公司估值 (PE-Forward) 逐步下行至 10 倍上下。

图6：拼多多股价走势复盘



资料来源：Bloomberg，同花顺 iFind，民生证券研究院（注：早期拼多多处于亏损状态，取实现盈利后的 PE-Forward 数据）

2 崛起复盘：白牌逻辑+极致效率

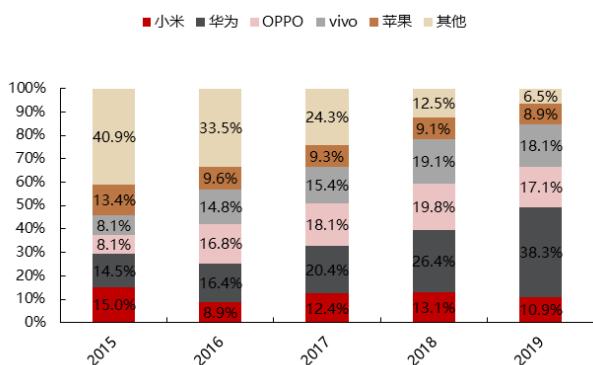
2.1 下沉市场电商发展的土壤：智能手机普及+低价供应链

迁移+基础设施的初步成熟

我们认为拼多多崛起的背景主要有 3 点：1) 电商渗透率仍有提升空间，智能手机普及带来下沉市场的电商渗透；2) 支付系统&第三方物流的成熟为拼多多提供基础设施；3) 淘天平台上低价供应链的外溢。

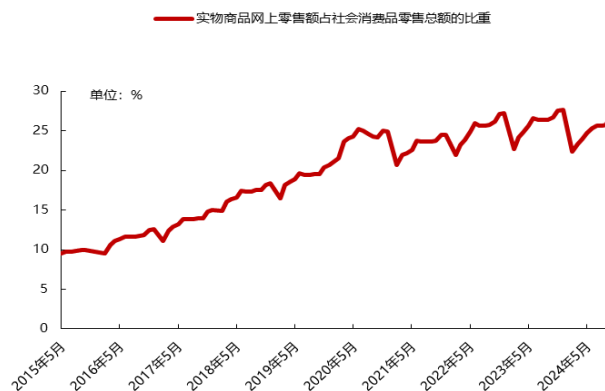
1) 当时电商渗透率仍有提升空间，智能手机普及带来新触网用户。电商渗透的前提是中国下沉市场用户的触网，2013 年红米手机以 799 元的定价消灭了山寨机，从此智能手机开启了“平价时代”，更低的价格动智能手机更快的普及率，中国五大智能手机的渗透率从 2015 年的 59.1%提升至 2019 年的 93.5%，为电商下沉带来了用户基础。在拼多多成立的 2015 年，阿里月活与微信月活之间仍然存在空白尚未被渗透，当时国内电商渗透率（交易额口径）仍不足 10%，较目前的 26.7%（2024 年 11 月）仍有差距，拼多多在当时的背景下市场渗透仍然存在“广袤的土壤”。

图7：国内手机出货量市场份额趋势



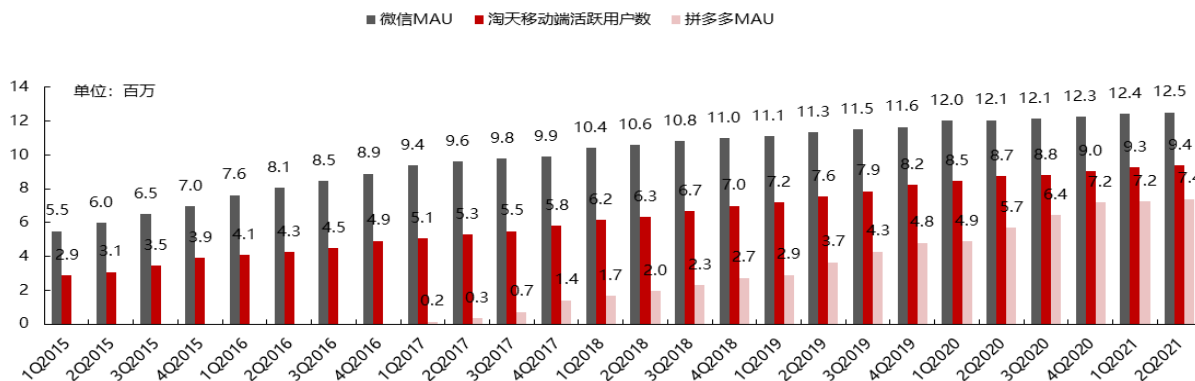
资料来源：IDC，民生证券研究院

图8：国内电商行业渗透率持续提升（交易额口径）



资料来源：国家统计局，同花顺 iFind，民生证券研究院

图9：微信/淘天/拼多多 MAU 对比



资料来源：腾讯 IR 网站、阿里财报、拼多多财报，民生证券研究院（注：阿里按照自然季度对齐。）

2) 支付系统&第三方物流的发展为拼多多提供基础设施。拼多多成立的 2015 年，支付体系及社会化的物流已经成熟：2013 年微信支付上线；而据《2016 中国智能物流大数据报告》显示，2015 年中国农村地区的快递量已占全国收发量的近 1/4，2014 年我国亦启动实施“快递下乡”工程，农村寄递物流体系日渐完善。成熟的支付及物流体系为拼多多的高速发展提供基础设施。

3) 龙头押注消费升级，低价供应链外溢为拼多多提供商家基础，且拼多多商家门槛相对较低。2015 年，淘宝身陷假货风波，阿里随后启动严厉的打假行动，2016 年及 2017 年分别对 18 万及 24 万个疑似售假店铺做了关店处理。2015 年出任阿里 CEO 的张勇彼时看好中国消费升级，将战略重点转向天猫向“品牌化”、“高端化”方向发展，并将淘宝大量资源流量给予天猫扶持品牌商家，截至 2022 年淘天约 7 成收入来自品牌商家。为对假冒伪劣产品进行有效监管，京东也于 2015 年 12 月 31 日停止提供 C2C 拍拍网平台服务。原来在淘天、京东上的中小商家、白牌商家、乡镇、工厂甚至家庭作坊逐步“外溢”至拼多多，为拼多多提供了商家基础。拼多多相比于淘宝、京东，商家的进入门槛也更低，以售卖阳澄湖大闸蟹为例，京东/淘宝分别要求商家提供 8/5 种文件，拼多多仅需提供食品经营许可证。从佣金来看，除了虚拟产品及少数品类，目前拼多多平台多数品类不收取类目佣金，保证金门槛也处于相对不高水平梯队。

图10：三大电商对阳澄湖大闸蟹的上架资质要求

三大电商对阳澄湖大闸蟹的上架资质要求

		
<ul style="list-style-type: none"> · 食品经营许可证 · 农产品地理标志登记证书 · 地理标志使用协议 · 苏州市阳澄湖大闸蟹协会授权书 · 水产滩涂养殖证 · 养殖证持有人与供应商供货协议 · 免责声明 · 营业执照 	<ul style="list-style-type: none"> · 食品经营许可证 · 农产品地理标志登记证书 · 苏州市阳澄湖大闸蟹协会授权书 · 大闸蟹协会官网可查公司名称 · 营业执照 	<ul style="list-style-type: none"> · 食品经营许可证

资料来源：京东商家规则中心，淘宝商家服务大厅，拼多多招商平台，晚点 LatePost，民生证券研究院

表4：各个平台佣金对比

平台	佣金类型	细则
拼多多	技术服务费	基础技术服务费 0.6%，先用后付技术服务费 1%。百亿补贴技术服务费按品类 1.4%-4.4%不等。
	类目服务费	虚拟商品&不分特殊类目商品收取类目技术服务费。
淘宝	基础软件服务费	2024 年 9 月 1 日起收 0.6%。
天猫	基础软件服务费	0.6%。
	类目软件服务费	类目软件服务费 1%-5%不等（非虚拟产品，虚拟产品更高）。
	交易服务费	0.6%
京东	类目运营支持服务费	1%-15%不等。

资料来源：拼多多规则中心，天猫/淘宝平台规则，京东平台规则，民生证券研究院

表5：各平台类目佣金对比

类目	拼多多	淘宝	天猫	京东
服饰	-	-	5%	5%-8%
珠宝配饰	1%-5%不等	-	5%	1-10%
母婴	-	-	2%-5%	2%-8%
美妆护肤	-	不收取类目佣金	4%-5%	4%-6%
食品饮料	-	-	2%	1%-3.5%
家用电器	-	-	2%-5%	2%-8%
3C 数码	-	-	2%	1.5%-10%

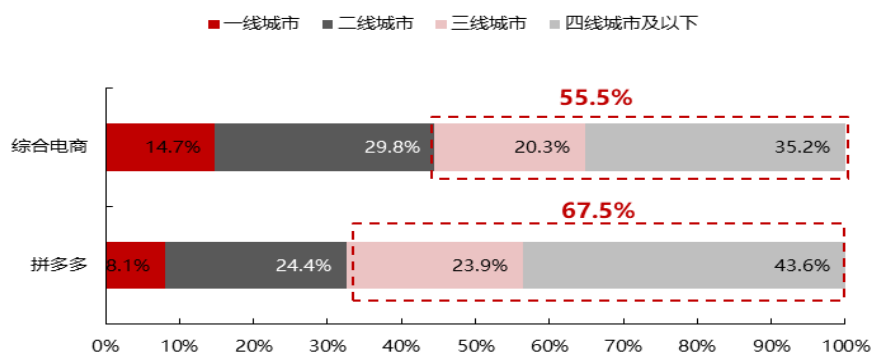
资料来源：拼多多规则中心，天猫/淘宝平台规则，京东平台规则，民生证券研究院（注：“-”代表该类目不收取类目佣金）

表6：各平台保证金对比

平台	保证金	细则
拼多多	基础保证金	0.1 万元
	特殊店铺保证金	按品类有所不同，0.2 万元-20 万元不等，实物商品多为 2 万元。
天猫	基础保证金	旗舰店、专卖店 5 万元/10 万元；专营店 10 万元/15 万元；卖场型旗舰店 15 万元。
	特殊类目保证金	食品、图书、虚拟服务产品等品类，1 万元-30 万元不等
淘宝	按类目及成交额收取保证金 500 元-10 万元不等。近 30 天成交额 < 10 万元，保证金多为 500 元/1000 元；近 30 天成交额 10 万元-50 万元，保证金多为 1000 元/2000 元/5000 元；近 30 天成交额大于 50 万元，多为 2000 元/5000 元/1 万元。	
京东	保证金按照成交额（GMV）3 万元、5 万元、10 万元、20 万元、30 万元划分为六个档位，不同档位收取保证金标准不同，保证金在 0.5 万元-30 万元不等。	

资料来源：拼多多规则中心，天猫/淘宝平台规则，京东平台规则，民生证券研究院

下沉市场用户触网+外溢的白牌供应链+成熟基础设施，构成了拼多多早期扩张的基础。据 QuestMobile 数据，截至 2018 年 7 月，拼多多三线城市及以下用户占比达 67.5%，高于综合电商 12.0pct。

图11：拼多多 APP 与综合电商 APP 行业用户画像对比（截至 2018 年 7 月）


资料来源：QuestMobile，民生证券研究院

2.2 极速增长的扩张方式：借助微信流量&社交裂变

借助腾讯股东优势，微信社区实现引流&获客。腾讯作为拼多多第二大股东，为其早期发展提供天然优势，微信作为国内最大社交平台，2017年月活便已突破9亿量级，目前月活突破13亿，拼多多以微信登录方式注册门槛较低，并通过嵌入微信小程序、九宫格等方式借助微信的社交属性实现用户的快速传播及裂变。

图12：拼多多嵌入微信小程序&微信钱包九宫格



资料来源：微信 APP，民生证券研究院

游戏电商增强粘性，社交&团购实现裂变增长，大幅降低获客成本：

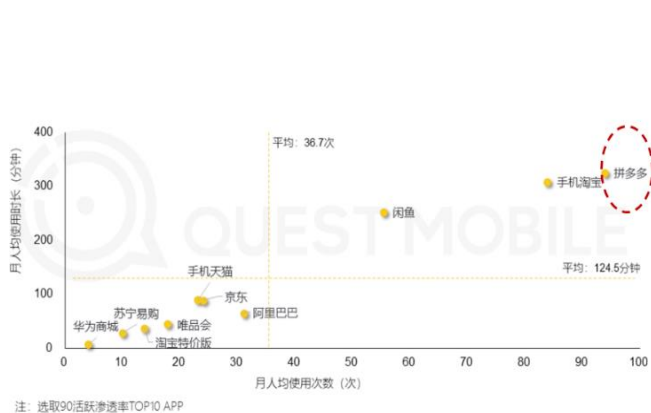
1) “Disney”属性：真金白银奖励下的“游戏+电商”带来用户粘性：拼多多创始人黄峥曾创业游戏公司，“拼多多”也从寻梦游戏内部孵化而出，使得拼多多游戏基因深厚，所以在用户体验方面，拼多多以“电商+游戏”的形式增强趣味性吸引用户，如优惠券玩法，现金大转盘、签到就能拿现金、果园浇水等；相比与纯粹的娱乐，拼多多以真金白银的实体奖励更增加粘性，如通过领水滴浇水搭配做任务、抽奖和福袋等形式来刺激用户每天打开 App，带来更高的用户粘性。

图13：拼多多以“游戏+电商”模式激励用户每日上线/下单/拉新



资料来源：拼多多 App，民生证券研究院

图14：拼多多在电商平台中用户粘性最高



资料来源：QuestMobile，民生证券研究院（注：统计时间为2020年7月，统计人群为90后人群。）

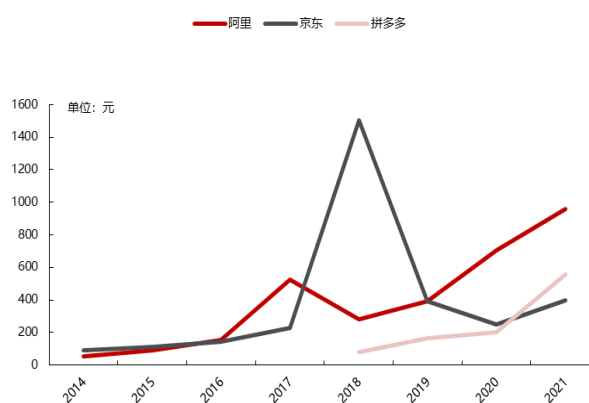
2) **微信社交裂变**：而在流量传播的方式上，拼多多借助微信的社交场景，通过理解用户“价格优惠大于拉人成本”的心里，以好友“砍一刀”、分享红包、熟人拼团等方式实现裂变式拉新，创造了“社交电商+裂变增长”的模式，降低获客成本。早期更低的获客成本可以使得平台反哺用户&商家，逐步形成增长的飞轮效应。如：在拼多多内一个 50 元的现金红包能形成巨大的分享获客链条，持续的反馈和对沉没成本的不舍会让用户在开始任务之后会尽力达成；任务达成有一定难度，一旦达成能够形成可观新增用户，另一方面即便用户未能完成任务，平台通过用户的分享免费获得部分流量，因此拼多多的获客成本与其他电商平台相比不高。

图15：拼多多通过微信实现分享&裂变



资料来源：拼多多 App，微信 App，民生证券研究院

图16：拼多多获客成本相对不高



资料来源：阿里/拼多多/京东财报，Wind，民生证券研究院（注：获客成本=销售费用/新增年活跃买家数，阿里为集团销售费用。）

2.3 低价逻辑：“货找人”模式下实现低价+流量分发亦以低价为目标

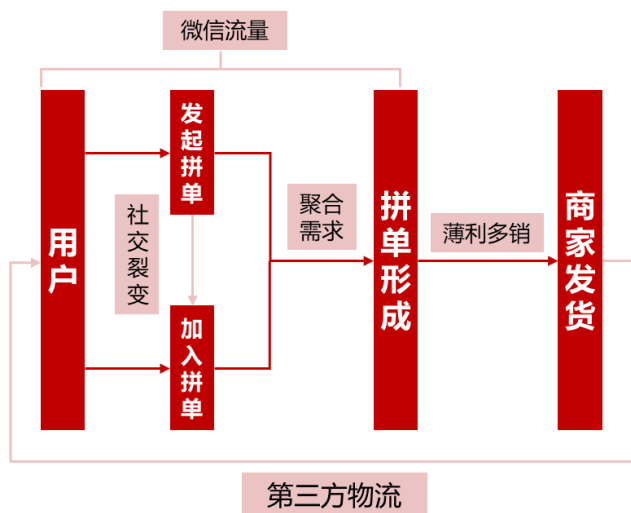
拼多多聚焦“省”的逻辑，早期以低价定位，形成差异化切入。在电商“多、快、好、省”的四个维度中，阿里在“多、好”的维度占据优势，京东在“快、好”的维度占据优势，拼多多早期从下沉市场渗透，以“省”的维度进行切入，与龙头形成错位竞争。

“Costco”特点：C2M 反向定制供应链，以“货找人”模式，实现低价。拼多多早期平台商品供给品类较少，往往聚焦需求广且标准化高的日用产品，或者是高频刚需的农货生鲜，其通过在需求侧以社交“拼团”方式将分散的需求进行聚合，从而实现单品的确定性需求&规模化生产，在商家侧实现“薄利多销”，进而将过往电商零售从“人找货”（以淘宝为主的搜索逻辑）转变为“货找人”，聚合需求反向定制供应链，从而实现低价。

简化流程、流量分发支持，均是低价的实现逻辑。拼多多不设置购物车，不设

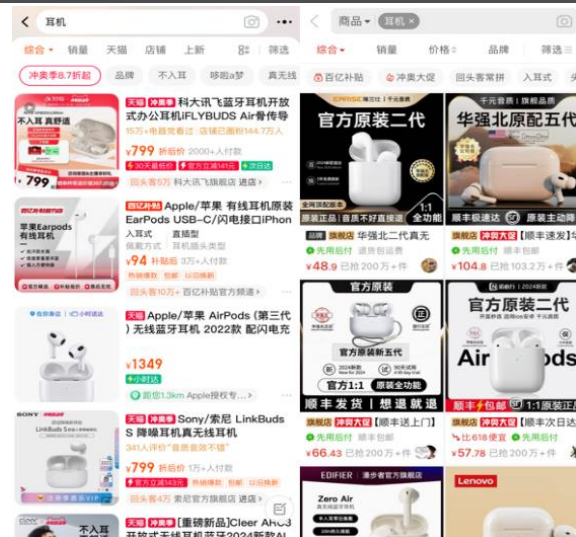
置满减、凑单，简化用户下单决策流程并将最小单元简化为产品，我们认为这更有利于拼团、砍价，是聚合需求，打造爆品的前提。平台流量分发基于转化率及订单量，因此低价更易得到拼多多流量支持与搜索推荐。以耳机搜索为例，拼多多平台中低价/白牌产品展示更为靠前，而淘天中科大讯飞、苹果等品牌产品展示更为靠前。

图17: 拼多多“货找人”的拼团低价逻辑



资料来源: 民生证券研究院绘制

图18: 淘天(左)及拼多多(右)的耳机搜索结果差异



资料来源: 淘宝/拼多多 APP, 民生证券研究院

2.4 从“性价比用户”到“用户性价比需求”的破局过程:

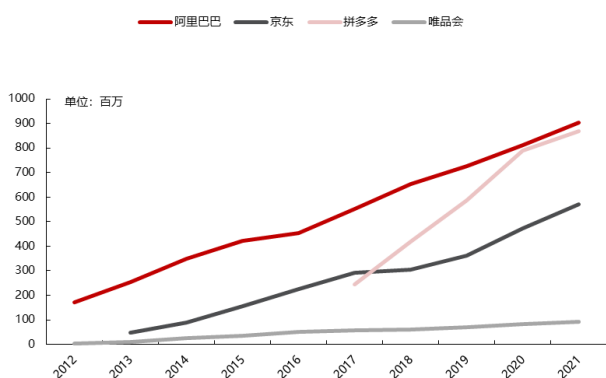
百亿补贴助力定位升级, 更为谨慎的消费环境成为“东风”

从“性价比用户”延伸至用户“性价比需求”，才能打开用户数量&ARPU 的天花板。早期拼多多用户往往为低价用户（2018 年活跃买家数约为阿里用户数-京东等高质量用户数），平台用户在 2018 年 ARPU 仅为阿里的 12.9%。如何突破从低价用户到用户“性价比需求”是打开增长天花板，实现用户数&ARPU 提升的关键点。

百亿补贴实现“性价比用户”的破局，双边网络效应下平台品牌、品质亦有所优化。拼多多在 19Q2 推出百亿补贴，首先切入能够容易验证真假的硬通货品牌及商品，比如苹果手机、茅台（早期部分百亿补贴商品以直营模式实现供给），从而树立拼多多“低价正品”心智；其次通过“中国人保”做背书，和“假一赔十”打消用户顾虑。百亿补贴上线后，拼多多在随后连续六个季度实现了近 3 亿净新增用户数，年 ARPU 也从 2017 年的 577 元逐步提升至 2021 年的 2810 元，实现从“性价比用户”至用户“性价比需求”的破局。另一方面，用户端优质消费者多了，平台对于品牌商家的吸引力也有所上升，目前波司登、蓝月亮、维达、在拼多多开设官方旗舰店，部分头部品牌亦将拼多多视为尾货渠道，双边网络效应下，

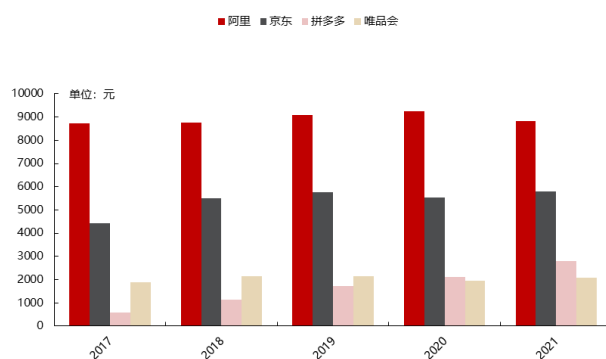
拼多多平台商品的丰富度和品质也有所提升。据晚点 LatePost，运动品牌安踏将拼多多视作清理尾货的渠道，其在拼多多价格约为吊牌价 3 折，和唯品会相当，为同期天猫价格的 4-5 折，2022 年，安踏在拼多多的销售额约 15 亿元，对安踏品牌营收贡献超过 5%。

图19：阿里/京东/拼多多多年活跃买家数



资料来源：阿里/京东/拼多多财报，Bloomberg，民生证券研究院（注：阿里取财年，前置一年与京东/PDD 对齐。）

图20：2017-2021 年阿里/京东/拼多多 ARPU 对比



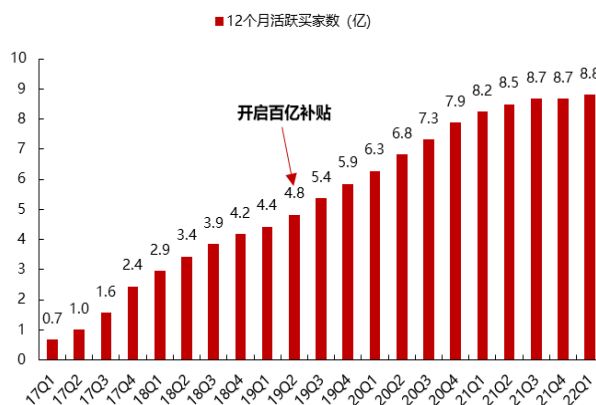
资料来源：阿里/京东/拼多多财报，Bloomberg，民生证券研究院（注：阿里取财年，前置一年与京东/PDD 对齐。）

图21：拼多多“百亿补贴”以“中国人保”做背书，和“假一赔十”打消消费者顾虑



资料来源：拼多多 App，民生证券研究院

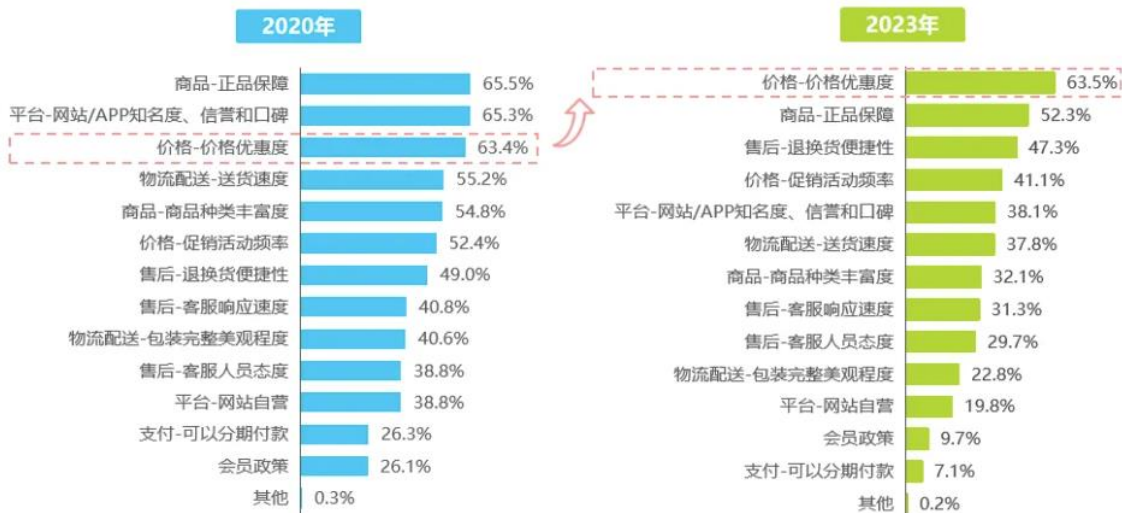
图22：百亿补贴推出后拼多多活跃买家数进一步提升



资料来源：拼多多财报，民生证券研究院

消费者消费行为更谨慎环境下，“性价比”平台拼多多更为受益。据艾瑞咨询《2023 年中国电商市场研究报告》，2023 年，中国网购用户选择网站/APP 看重的诸多因素中，“价格-价格优惠度”排名第一占 63.5%，对比 2020 年，这一因素还排名第三。消费者行为更谨慎环境下，满足高性价比需求的拼多多更为受益。

图23：2020年及2023年中国网购用户选择网站/APP时看重的因素



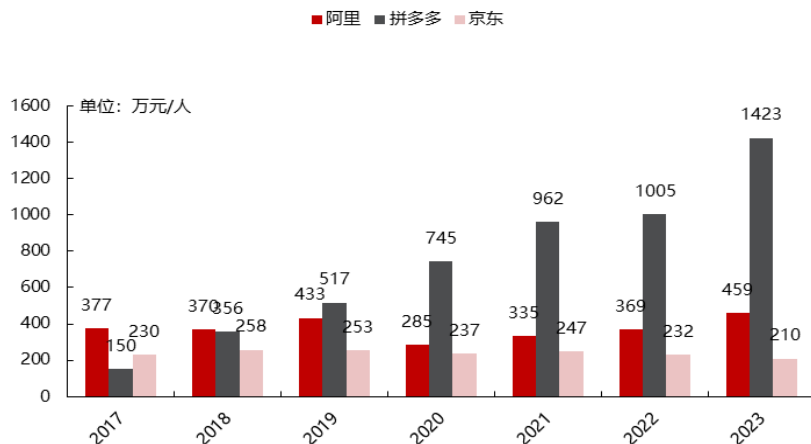
样本：2020年数据N=1501，于2020年10月通过艾瑞iclick社区调研获得；2023年数据N=1305，于2023年12月通过和粉调研平台获得。

资料来源：艾瑞咨询，民生证券研究院

2.5 扁平化&灵活度高的组织为前端形成支撑

拼多多管理组织扁平化且灵活度高。据晚点 LatePost，拼多多组织架构扁平化，公司层级包括一级主管、二级主管、小组长和员工，通过高于行业平均水平的薪资，实现一二级主管可灵活调动，带来较强的执行力；而基层员工获得的信息权限小，工作指标被拆得极细，从而实现快速运转。拼多多人效显著高于其他电商公司，截至2023年底，拼多多员工数仅为1.7万名，是阿里的8%、京东的3%，这些人同时支持着拼多多主站、多多买菜和 Temu，2023年拼多多人均创收达1423万元，分别为同期阿里的3倍，京东的7倍。

图24：2017-2023年阿里/拼多多/京东人均创收对比



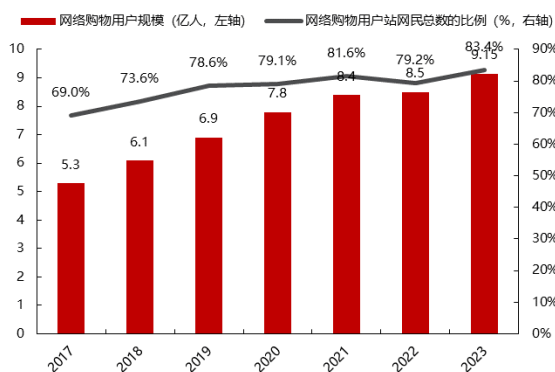
资料来源：阿里/拼多多/京东财报，Wind，民生证券研究院（注：人均创收=总收入/年末员工数，阿里取FY2024数据，前置1年与其他公司对齐。）

3 国内业务：增长有所放缓，行业竞争激烈

3.1 背景现状：国内流量增量空间有限，广告收入增速放缓

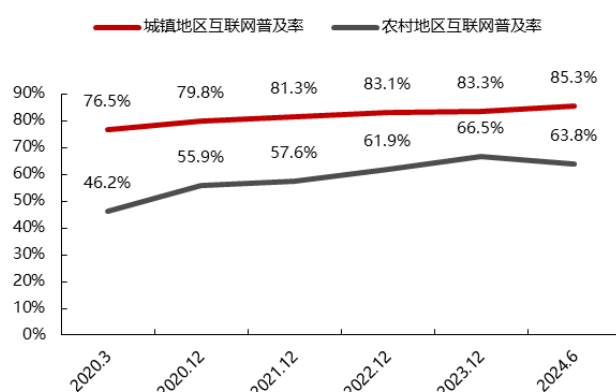
流量增量空间有限：目前网购用户渗透率高达 80%+。据 CNNIC 数据，截至 2023 年，我国网络购物用户规模达 9.15 亿人，在网民总数中的渗透率达 83.4%，已达较高水平。截至 2024 年 6 月，我国城镇地区互联网普及率已达 85.3%，农村地区互联网用户普及率也已经达到 63.8%，受制于国内偏远地区等基础设施建设制约影响，我们认为目前网购渗透率已经达到较高水平，流量的增量空间有限。

图25：2017-2023 年中国网络购物用户规模及其在网民中的占比



资料来源：CNNIC，艾瑞咨询，民生证券研究院

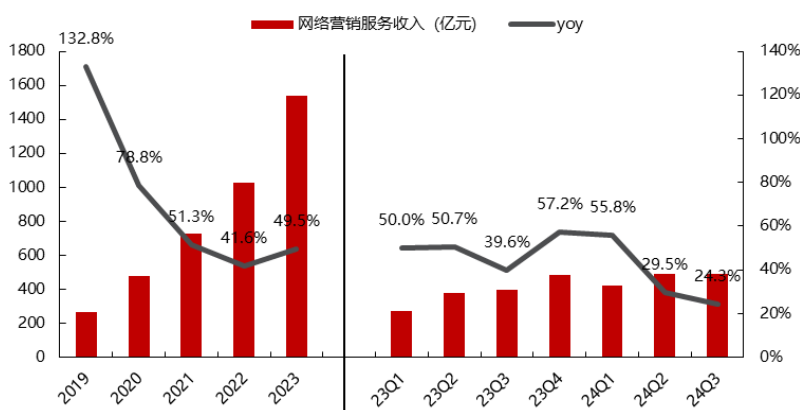
图26：中国城镇/农村地区网民普及率



资料来源：CNNIC、中商产业研究院，民生证券研究院

国内用户增长有限，拼多多国内主站广告业务增速放缓。截至 2023 年末，拼多多多年活跃买家数超 9 亿人，用户增长边际放缓背景下，代表拼多多国内主站广告收入的网络营销服务收入项目 24Q2 以来 yoy 显著降速至 30%以下，而此项目在早期低线城市用户电商渗透&消费行为更谨慎的背景下在 2019 年-2023 年之间实现了 CAGR 54.7%的高增长。

图27：拼多多网络营销服务收入及增速



资料来源：拼多多财报，Bloomberg，民生证券研究院

3.2 竞争激烈，反哺商家或将对 TR 产生一定影响

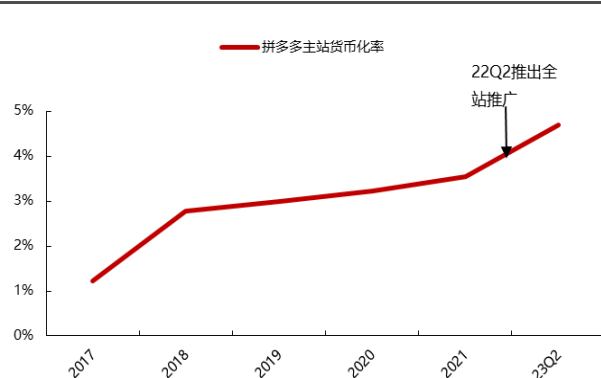
“全站推广”推出后，拼多多平台货币化率显著提升，目前处于较高水平。考虑到拼多多平台白牌商品及中小商家占比更高（据晚点 LatePost，超 70% 活跃商家为白牌商家），商品同质化下中小商家难以凭借品牌或差异化拿到自然流量，而拼多多在 22Q2 推出“全站推广”工具后，把付费流量和自然流量打包到一起出售，商家的拿量范围也因此变得更大从而提升中小商家付费意愿，拼多多 TR（货币化率）得到显著提升。

表7：拼多多全站推广计费模式

计价方式	计价标准
按目标投产比出价 (ROI)	ROI=全站推广在搜索和场景流量 14 天内带来的支付交易额/商家推广花费。全站推广将以商家设置的目标投产比为优化目标，投放时，系统自动化尽可能接近目标投产比。投产比设置越低，拿量能力越强，反之越弱。
按成交出价	搜索和场景流量中预期商品成交一单的广告花费。系统以成交出价为目标自动优化，并有搜索+场景流量加持，帮助商家全面提升店铺交易额。成交出价设置越高，拿量能力越强，反之越弱。

资料来源：拼多多营销书院，民生证券研究院

图28：拼多多主站货币化率 (TR)



资料来源：拼多多财报，海豚投研，民生证券研究院（注：TR=主站广告+佣金收入/平台 GMV。）

2024 年下半年实施惠商举措或将对平台 TR 产生一定影响。早期拼多多为了提升用户体验，陆续推出“仅退款”政策，强制运费险，还有全网比价、买贵双倍赔规则等，在平台向用户倾斜的同时，也对商家运营带来更大压力。如今行业竞争激烈，商家盈利才能为平台带来持续收入，主流平台纷纷优化平台生态，拼多多 2024 年下半年以来持续推出“百亿减免”等惠商举措。我们认为，长期来看，优化商家生态有利于平台健康经营，但短期或将对平台货币化率产生一定影响。

表8：2024年拼多多&淘天惠商举措梳理（不完全统计）

淘天	拼多多（2024年8月以来）
2024年3月，淘宝宣布生意参谋全面免费，为中小商家提供免费增值数据服务。	商家参与先用后付的活动订基础技术服务费率由此前的1%降到0.6%。
2024年7月，天猫宣布取消年费，并在9月30日前陆续退还2024年年费，商家每年经营成本可直降3至6万元。	商家参商家参与站内活动产生的商品订单，用户发起退款后，平台将向商家全额返还0.6%的技术服务费。与先用后付的活动订单基础技术服务费率由此前的1%降到0.6%。
2024年7月，淘宝率先宣布松绑“仅退款”，在升级“仅退款”识别模型的同时，还依据新版体验分提升商家售后自主权，对优质店铺减少或取消售后干预。上线首周淘宝天猫全平台对“已收到货仅退款”场景的介入已减少20%。	商家店铺的基础保证金将从1000元下调到500元，已经覆盖近70个类目。
2024年9月，淘宝宣布向所有淘宝直播商家免收2024年9月1日至2025年8月31日一整年的“直播技术服务费”。	推广服务费开通退返权益，消费者在发货前全额退款的订单，以红包形式自动返还商家推广软件服务费，且无需商家发起申诉。
2024年9月12日向所有淘宝商家上线退货宝服务；将为商家至少降低10%退货成本，最高甚至实现30%成本直降。据淘宝测算，退货宝上线后，全年预计为商家降本规模至少20亿元，商家综合平均降幅达20%，退换货压力有望系统性缓解。	开通绿色通道，成立专项售后服务团队，升级商家售后服务体系，全面支持商家对异常订单、恶意投诉订单、消费者负向体验订单等进行申诉，商家申诉成功后将由平台对相关订单进行赔付，并不再限定商家的申诉次数。
2024年双11期间，淘宝天猫还投入了百亿资金帮助商家全面降低经营成本，还有“先用后付”免服务费、大促免佣、店播免佣等多项权益。	2024年9月9日起产生的全部偏远地区中转订单，商家只需将订单发送至中转仓，中转仓二次发货至新疆、西藏、甘肃、宁夏、内蒙古等偏远地区的物流中转费，全部由平台承担；目前已经覆盖平台全量商家。
2025年1月，淘宝天猫再推数十项营商环境举措。	2024年11月底，拼多多已经对“自动跟价”功能进行调整，放宽了对商家的相关限制；调整后，商家不再被强制“自动跟价”，可随时终止“自动跟价”功能，拥有对自家商品价格的自主掌控权限。

资料来源：淘天速递，澎湃新闻，电商头条，民生证券研究院

3.3 行业竞争激烈，拼多多向品牌渗透，淘天向低价渗透； 但平台业务存在隐形边界，不可能无线延伸

拼多多向品牌延伸，但仍存挑战。拼多多更多是标品市场，用户追求性价比，低价打造爆品是主要逻辑，因此平台的流量策略也是基于转化率及订单量为核心的流量分发，为低价倾斜更多流量，配合拼团等实现需求聚合及爆品打造，所以在拼多多平台上工厂/白牌商家更易获得高销量。尽管拼多多过往凭借百亿补贴实现了ARPU及用户数的提升，但我们认为：一方面，低价倾斜的流量分发逻辑天然与品牌形成背离；另一方面，平台低价产品也可能对品牌价格及渠道体系造成扰乱，并引发“窜货”风险。

阿里向低价渗透，推出“淘工厂”、“百亿补贴”更多作为低价补充。淘宝具备“多”和“好”的优势，更多满足不同人群多样化的差异需求，其流量分发逻辑更多向品牌倾斜。在淘天平台，越有实力的品牌，越有能力投入搜索竞价排名，进一步抢占流量入口，形成头部优势，因此淘天也更适合打造品牌。但阿里也推出了低价产品供给作为补充，在2019年3月阿里上线淘工厂，以白牌低价商品为主，采

用半托管 M2C 模式降低采购成本，扩大低价供给；2019 年双十二，淘宝正式推出“百亿补贴”强化低价供给能力，

表9：淘工厂主要运营模式梳理

淘工厂主要梳理	
上线时间	2019 年 3 月
定位	“便宜好用的商品供给”、“白牌热门款打造利器”。
目标人群	价格敏感型消费者。
模式	半托管业务，面向源头工厂，工厂入驻后只需要负责提报和物流发货，平台负责全方位商品运营服务、销售及售后服务。
低价实现方式	通过直接链接消费者及制造商，构建“极短链路”去掉库存、物流、总销、分销等中间环节降低成本，使得用户可以买到高性价比产品。
品类	日用百货、服饰、食品、美妆、消费电子等。
入驻门槛	企业营业执照、公司具备开发票资格、年营业额 400w 证明、公司名下自有品牌/授权使用品牌（白牌可免）。
入驻成本	1) 保证金（可退）：5 万元现金/1.5 万元一年的保证金； 2) 商品佣金按不同类目区分在 8-11%之间。

资料来源：淘工厂官方公众号，民生证券研究院

我们认为，各平台业务存在隐形边界，不可能无限延伸。 1) 对于平台而言：尽管现在拼多多在向品牌方渗透，淘天也在向低价做补充，但拼多多和淘天的最主要服务的用户/商家不同，生意逻辑不同，单个电商平台的业务拓展存在边界，已有的业务基本盘及流量分发机制下，平台不可能无限向另一领域延伸。2) 对于用户而言，尽管拼多多上也能买到品牌商品，淘宝上可以买到低价商品，但“天猫已经树立品牌心智，拼多多树立低价心智”，用户会倾向于“更容易找到合意商品”的平台。

表10：拼多多 VS 淘天对比分析

	拼多多	淘天
产品类型	主要是标品/白牌商品	多样化商品/品牌商品
商家	主要追求销量，薄利多销；工厂型商家	品牌商家追求溢价及自主定价权/运营权
用户	主要追求性价比	追求差异化/多样化
流量推荐逻辑（货于人匹配）	基于转化率的流量分发逻辑，低价商品更受益	基于 UV 价值的流量分发逻辑，品牌商品更受益

资料来源：聚美丽公众号，民生证券研究院

3.4 多多买菜：高频打低频，市占率位居头部

社区团购格局企稳，多多买菜市占率位于头部水平。 社区团购以生鲜蔬菜为核心，一方面多多内部一直明确重仓农业延续农产品优势，另一方面，社区团购作为高频业务，有望通过高频打低频的方式盘活电商大盘。2020 年多多买菜上线，2021 年下半年以来老牌区域性社区团购企业相继败落，社区团购市场逐步企稳至多多买菜及美团优选双龙头格局，2022 年上半年，多多买菜市场份额达到 45%，超越美团优选成为行业第一。

4 海外 Temu：现阶段增长的驱动性力量

4.1 跨境电商：市场规模持续扩张，B2C 份额继续提升

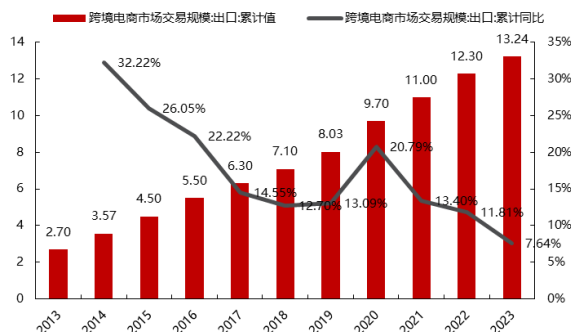
在本报告中，我们重点分析跨境电商出口市场：1) 规模来看：跨境电商市场规模持续增长，2023 年我国跨境电商出口规模达 13.24 万亿元，yoy+7.64%。

2) 模式及品类来看：跨境电商出口现在主要可以分为①跨境出口 B2C：2022 年热销品类分为服饰鞋履（占 23.3%），3C 电子（占 21.8%）、家居（占 17.4%）等中国传统出口优势品类，以及户外（占 11.4%）及美妆（6.5%）等新兴品类。②

跨境出口 B2B：主要是背靠我国的制造业优势，2022 年主要品类为工具设备（占 27.0%）、轻工纺织（占 17.5%）、家居产品（占 13.0%）、和电子产品（占 11.0%）等占比较高。3) 地域来看：跨境电商出口地主要分布在靠近产业带及出口较为便利的东南沿海地区；目的地来看，欧美等成熟发达市场仍为中国跨境卖家主要目标，

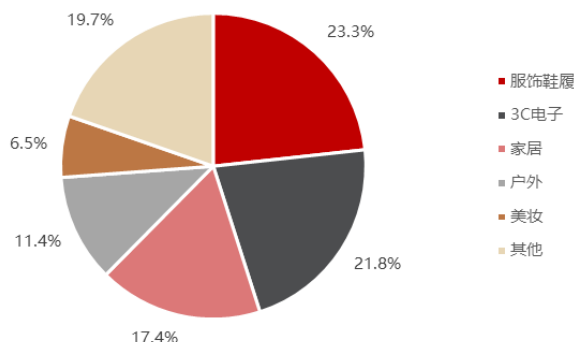
而伴随着相关自由贸易协定与《区域全面经济伙伴关系协定》政策的落地，东南亚、拉美、中东等新兴市场也快速崛起。

图29：中国跨境电商出口规模及增速



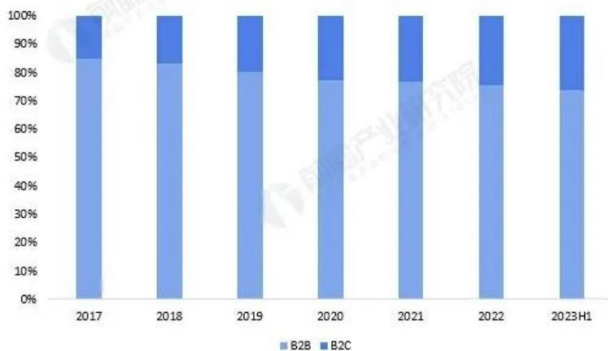
资料来源：同花顺 iFind，民生证券研究院

图30：2022 年中国跨境电商 B2C 主要品类占比



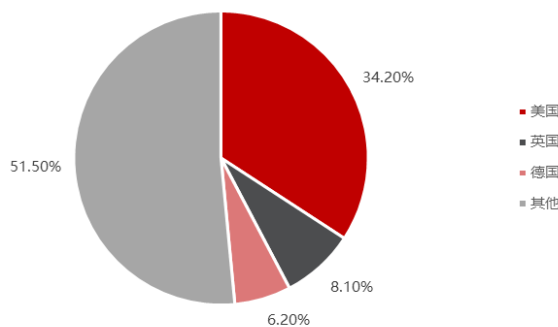
资料来源：艾瑞咨询，民生证券研究院

图31：2017-2023 年中国跨境电商交易模式结构



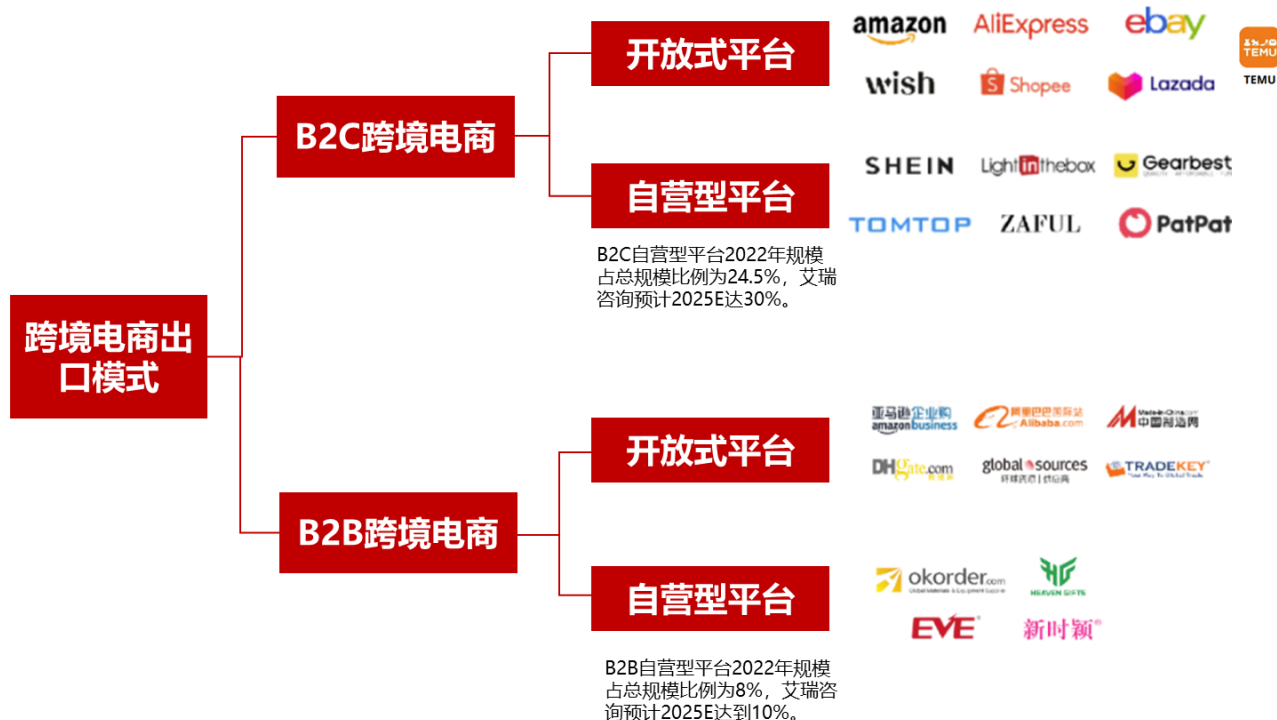
资料来源：海关总署，前瞻产业研究院，民生证券研究院

图32：2024H1 跨境电商出口国家占比情况



资料来源：海关总署，民生证券研究院

图33：中国跨境电商主要模式&参与者梳理



资料来源：艾瑞咨询，民生证券研究院

目前新兴跨境 B2C 平台“四小龙”包括，Temu、AliExpress、SHEIN 及 TickTok Shop。Temu 为拼多多旗下跨境电商平台，首推全托管模式凭借中国供应链优势定位低价；AliExpress 为阿里旗下跨境电商平台，联合阿里旗下菜鸟具备物流履约优势；TicTok shop 兼具内容与电商属性，具备流量优势；SHEIN 为时尚电商平台，以“小单快反”数字化柔性供应链构筑自身优势。

表11：电商跨境“四小龙”对比分析

	Temu	TickTok Shop	SHEIN	AliExpress
logo				
出海时间	2022年9月上线	2021年试水水电业务	2012年出海	2010年成立
GMV	2023年GMV160亿美元 2024年H1 200亿美元	2023年目标200亿美元 2024H1 107亿美元	2023年350亿美元 2024H1 300亿美元	2022年约290亿美元 2024H1 300亿美元
主要市场	北美	英国、美国、东南亚	美国、欧洲、巴西	俄罗斯、美国、巴西、西班牙、法国
主要品类	服饰鞋帽、运动户外、家居用品	美妆个护、时尚服饰	从时尚服装向全品类扩展	家具家居、数码3C、服饰鞋帽、美妆个护、汽车配件等全品类
平台特色	社交裂变、极致低价、全托管	兴趣电商+短视频	“小单快反”数字化柔性供应链，“自营+平台”双线发展模式	依托菜鸟布局全球物流网络

资料来源：EWTO，德勤《数字贸易新图景：把握出海红利，实现关键越升》，海南跨博会，民生证券研究院

4.2 Temu：复制国内低价&大幅投放获客策略，以全托管快速扩张

Temu 2022年9月上线，截至2024年12月24日已进入89个国家/地区。

Temu 于2022年9月上线北美，早期复制国内拼多多的运营策略，通过低价、私域分享、朋友推荐的方式实现快速起量，同年11月成为IOS上所有应用下载榜单的榜首；2023年 Temu 又陆续扩展至欧洲、澳洲、日韩市场，上线澳大利亚、英国、德国等站点；2024年 Temu 进一步向非洲、东南亚扩张；截至2024年12月24日，Temu 据官网信息，Temu 已进入89个国家/地区。

图34：Temu 发展历程



资料来源：Temu 官网，义乌市跨境电子商务协会，亿恩，vivaKOL 海外营销，民生证券研究院

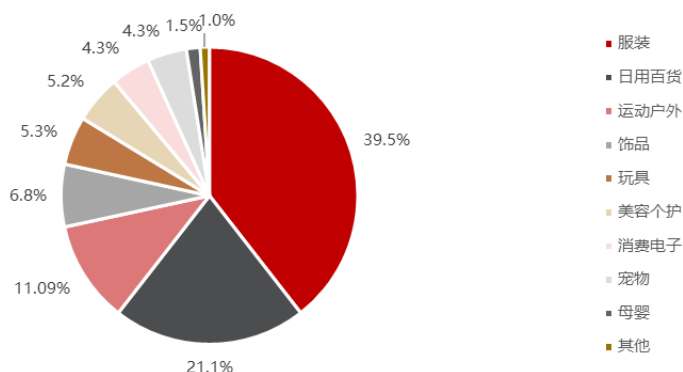
表12：Temu 已进入国家梳理（截至2024年12月24日）

大洲	国家/地区	国家数
欧洲	阿尔巴尼亚、爱尔兰、爱沙尼亚、安道尔、奥地利、保加利亚、北马其顿、比利时、冰岛、波兰、波斯尼亚和黑塞哥维那、丹麦、德国、法国、芬兰、荷兰、黑山、捷克共和国、克罗地亚、拉脱维亚、立陶宛、卢森堡、罗马尼亚、马耳他、摩尔多瓦、挪威、葡萄牙、瑞典、瑞士、塞尔维亚、塞浦路斯、斯洛伐克、斯洛文尼亚、土耳其、乌克兰、西班牙、希腊、匈牙利、意大利、英国	40
亚洲	阿拉伯联合酋长国、阿曼、阿塞拜疆、巴基斯坦、巴林、菲律宾、格鲁吉亚、哈萨克斯坦、韩国、卡塔尔、科威特、马来西亚、蒙古、日本、沙特阿拉伯、斯里兰卡、泰国、文莱达鲁萨兰国、乌兹别克斯坦、亚美尼亚、以色列、约旦、越南	23
美洲	巴拿马、巴西、波多黎各、多米尼加共和国、厄瓜多尔、哥伦比亚、哥斯达黎加、加拿大、美国、美属维尔京群岛、秘鲁、墨西哥、萨尔瓦多、特立尼达和多巴哥、危地马拉、乌拉圭、智利	17
非洲	阿尔及利亚、毛里求斯、摩洛哥、南非、尼日利亚	5
大洋洲	澳大利亚、北马里亚纳群岛、关岛、新西兰	4
合计		89

资料来源：Temu 官网，民生证券研究院

平台品类：服装及日用仍是 Temu 的主要品类，服装占比高达 39.5%，日用百货占比达 21.1%，运动户外占比 11.09%，饰品占比 6.8%，其他品类占比相对较低。

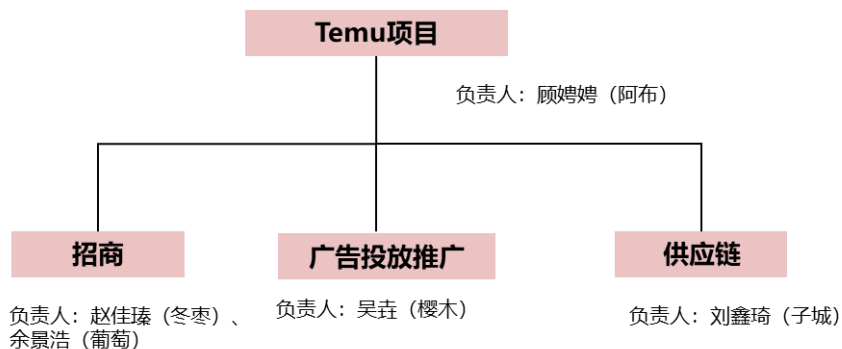
图35: Temu 品类占比



资料来源: 远川研究所, 民生证券研究院 (注: 统计时间截至 2023 年 10 月)

组织端: 据电商头条报道, 2022 年末拼多多内部就把 Temu 优先级提升至主站之前, **从团队部署来看**, 据晚点 LatePost, Temu 由拼多多 COO 顾娉娉 (阿布) 带队, 她在黄峥创办欧酷网时便是合伙人之一, 参与了拼多多从“0 到 1”的发展历程。此外, Temu 也是从“多多买菜”抽调多位主管, 团队核心成员均是“买菜悍将”和“公司元老”的集合。**从组织架构方面**, 据知危, Temu 建立了高效简单的扁平化架构, 整个组织架构只有三层, 一级主管、二级主管、基层员工。“精兵强将”+扁平化组织, 为 Temu 狂奔带来组织端保障。

图36: Temu 团队成员构成



资料来源: 晚点 LatePost, 民生证券研究院 (注: 括号内为花名。)

4.2.1 打法策略: 复制早期拼多多国内模式, “低价优势+分享推荐+广告投放” 实现快速扩张

商家端: 以 0 佣金等低成本举措吸引商家入驻。Temu 为吸引商家入驻, 采取“商家 0 元入驻, 0 佣金”的执行规则, 且广告、仓储等费用商家也无需承担, 均由平台 Temu 承担, 而平台的主要盈利方式也通过供销差价。

用户端: 通过低价优势+社交裂变+广告投流实现了快速的获客, 详述如下:

1) 低价: ①**中国供应链优势:** 凭借中国的供应链优势, 早期以“全托管”模

式直销海外，定位极致性价比。2023年3月开始，拼多多出海扶持计划在广东、浙江、江苏、山东、河北等国内100个优质产业带招募工厂型卖家充实 Temu 卖家阵容。②**优惠活动&折扣拉新**：通过优惠券，新用户注册8折优惠，限时免运费等方式降低首次消费的价格及门槛。③**竞价机制&价格审核机制**：Temu 引入竞价机制，鼓励商家低价竞争，为了确保平台同款商品价格比主流跨境平台更低，竞价失败的高价产品将被 Temu 限制备货及上新；Temu 平台也通过严格的价格审核机制，保证平台商家报价的低价。

图37: Temu 与 SHEIN、亚马逊产品价格的对比

大品类	小品类	Temu (自然搜索前30)		亚马逊 (自然搜索前30)		Shein (自然搜索前30)	
		价格区间	平均价格	价格区间	平均价格	价格区间	平均价格
女装	裙子	\$4-\$31	\$14	\$11-\$99	\$36	\$6-\$27	\$11
	外套	\$8-\$48	\$28	\$20-\$122	\$55	\$8-\$49	\$21
厨房用品	平底锅	\$6-\$135	\$22	\$15-\$230	\$58	\$1-\$67	\$26
	砧板	\$6-\$45	\$19	\$8-\$60	\$22	\$1-\$56	\$12
3C及配件	数据线	\$2-\$119	\$10	\$5-\$30	\$12	\$1-\$17	\$3
	无线耳机	\$2-\$28	\$10	\$10-\$190	\$52	\$3-\$51	\$12

资料来源: Temu/SHEIN/亚马逊官网, 民生证券研究院

2) 社交裂变获客: 复制国内拼多多策略，在美国及其他新市场，通过“砍一刀”、玩游戏获得优惠、老用户邀新获得现金、优惠券等实现获客。

3) 广告投流: Temu 通过 Facebook、Instagram 等社交媒体平台投流，并通过网红博主开箱测评等方式吸引用户，进行“社交裂变”传播。据中国经营报，2023年2月，Temu 在美国超级碗（美国职业橄榄球年度冠军赛，被誉为美国春晚）投放了两条30秒广告，价值近1400万美元，实现了超级碗播出当晚获得45%的下载量增长，日活增长20%。据《连线》杂志，Temu 2023年美国广告活动费用达14亿美元，在超级碗比赛周末有超过42.6万人下载了TEMU应用。

“低价优势+大额投入获客”下，Temu 实现用户端高增。据 Sensor Tower，2024年8月份 Temu APP 的用户数量在主要电商平台中位列第三，已达到亚马逊用户数量的91%；据 SimilarWeb 数据10月，Temu 成功超越 eBay，成为全球访问量第二的电商网站，仅次于亚马逊。Temu 在苹果2024年美国年度应用及游戏榜单中位列 iOS 下载榜第一。

图38: Temu 用户端数据表现亮眼

Temu 用户端数据表现

据 Similarweb 数据,截至 2023 年 12 月 Temu 的独立用户数量已达 4.67 亿,与全球速卖通齐平,位列全球电商排行榜第二名;亚马逊以 26.59 亿用户稳居第一, SHEIN 以 1.723 亿用户排名第三。

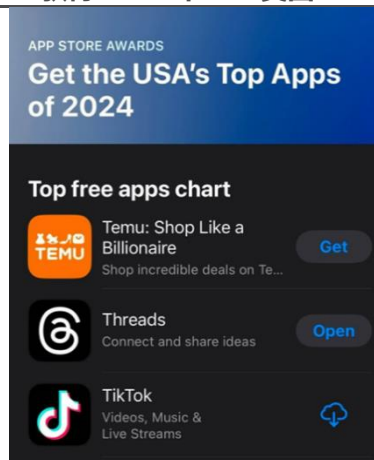
据 Sensor Tower, 2024 年 8 月份 Temu APP 的用户数量在主要电商平台中位列第三, 已达到亚马逊用户数量的 91%。

据 SimilarWeb 数据 10 月, Temu 成功超越 eBay, 成为全球访问量第二的电商网站,仅次于亚马逊。

2024 年 Temu 成功登顶英国 iPhone 应用下载量榜首, 在美国、德国、西班牙、爱尔兰、澳大利亚、韩国和墨西哥等国家, Temu 同样稳居首位。同时, 在意大利、法国和日本, Temu 紧随其后, 成为下载量第二大的应用。

资料来源: Sensor Tower, SimilarWeb, 电商行业/电商报 Pro (公众号), 出海网, 民生证券研究院

图39: Temu 获得 2024 年 IOS 美国 APP 下载榜第一



资料来源: 苹果应用商店年度应用榜单, 民生证券研究院

4.2.2 模式: 全托管为低价依托, 并逐步向半托管延伸

“全托管”模式让广大国内低价白牌工厂能够参与跨境电商。全托管模式下平台负责参与选品、定价、推广、物流等环节, 实现统一集中管理及发挥规模效应, 商家只需要将产品运输至平台在国内仓库。我们认为, 全托管模式能够: 1) 降低商家运营门槛, 使得广大国内低价白牌工厂能够参与跨境电商&缩短中间环节, 实现价格优势; 2) 平台对选品、品控、售价、履约售后环节把控, 有利于让用户获得稳定的体验从而实现复购, 并树立平台口碑; 3) 平台有利于获得用户全面的消费行为, 快速调整平台发展方向。

图40: 全托管模式降低商家运营门槛

传统跨境电商痛点		Temu全托管跨境
选款		商家上款
推广	VS	平台配送
仓储		平台客服
物流		平台投流
结算		平台售后客服

资料来源: 雨果网, 民生证券研究院

Temu 全托管模式下, 物流&履约链路分为国内头程, 干线运输, 尾程运送三部分。据雨果网, 1) 国内头程: 商家可以选择提前备货模式即 VMI 模式, 或者依据订单实际发生后再将商品发往国内仓库即 JIT 模式, 头程运费由 Temu 与商家平摊; 2) 干线运输: 由 Temu 从国内仓通过合作物流公司发往海外仓, 此过程也包含清关、报关、转运等环节, 干线运输费用由 Temu 承担; 3) 尾程运送: 第三

方物流公司完成货物从海外仓运送至用户手中，尾程配送费用由 Temu 承担。

图41: Temu VMI 及 JIT 模式对比



资料来源: 雨果网, 民生证券研究院

Temu 全托管是低价实现的“核心”；且与其他平台相比，Temu 具备更强的定价权。亚马逊以中间商模式为主，其在美国电商市占率近 40%，而其平台上来自中国的第三方卖家及商品占比近 70%，多数亚马逊卖家为中间商（贸易商及运营商）导致存在较多的中间加价环节。而 Temu 的全托管模式直连中国工厂，平台自己负责质检、审核、跨境物流，营销投流，砍掉中间环节，从而实现低价。在 2023 年，Temu、SHEIN、Tiktok、速卖通‘出海四小龙’都上线了这一模式，Temu 与其他平台相比，平台议价权更强更有利于保证其低价优势。

表13: 主流平台全托管对比

名称	全托管优势	选品	结算	品控	备货	定价权	物流	售后
速卖通	布局全球物流网络和全球市场	平台与商家协商	订单发货 10 天后	商家负责	商家负责	平台与商家协商	平台负责（自建物流网络，实现全球五日达）	平台负责
TickTok Shop	短视频、直播推广	平台与商家协商	确认收货 10 天后	商家负责	商家负责	平台与商家协商	平台负责（第三方物流）	平台负责
Temu	极致低价、社交裂变	平台与商家协商	确认收货日 T+1	商家负责	商家负责	商家基本无定价权	平台负责（第三方物流）	平台、商家分别负责
SHEIN	服装供应链管理、小单快返	平台负责	7-30 天	平台负责	平台/商家	商家基本无定价权	平台负责（第三方物流）	平台负责

资料来源: EWTO, 民生证券研究院

全托管模式下销售“轻小件”产品具备优势，而 Temu 开通半托管模式丰富品类&优化履约时效，也能降低跨境监管风险。全托管模式下，小包空运模式更适合轻小件，且受益于美国海关政策(低于 800 美元的个人商品可以免税)，但不适用于如家具、家电等大件产品，以及有版权的图书、需多种资质认证的食品等（存在合规风险），所以存在较为明显的天花板。Temu 在 2024 年 3 月上线半托管模式，半托管模式下仓储物流环节更为灵活，商家无需采用 Temu 官方推荐的物流解决方案，选品流程也大大简化，可以跳过审版等环节，直接将海外仓商品上架销售。这种模式下，吸引的商家普遍规模相对更大，在海外具备成熟的本土履约能力。据晚点 LatePost，Temu 半托管模式重点拓展两类商家：1) 以亚马逊上中国卖家为

代表，在海外有物流&供应链基础；2) 国内产业带商家且在过往 Temu 全托管业务中表现优异，被 Temu 寄希望在海外建立本地仓。我们认为，半托管的开通：
 1) 打破“全托管”轻小件的限制，有利于引入更多在海外有仓库备货的卖家，丰富平台的大件产品品类。2) 半托管模式提升物流效率，优化履约时长及用户体验，对比亚马逊普通物流时效一般为 2-5 天，Prime 会员 1-2 天，而 Temu 全托管模式下买家从下单到收货要 7-15 天，半托管海外仓直发有利于缩短物流周期。3) 跨境面临关税/监管方面的不确定性，半托管商家具备海外履约能力，一定程度上能够减少跨境监管及关税风险。

图42: Temu 全托管 VS 半托管对比



资料来源：晚点 LatePost，民生证券研究院

目前 Temu 等平台半托管依旧主打低价优势，吸纳了部分亚马逊大型卖家的尾货需求。除了 Temu，目前 SHEIN、速卖通均开通半托管模式，据晚点 LatePost，2024 年 6 月，速卖通将多种模式进行了梳理，将直营模式与全托管合并，原有平台模式升级为半托管（平台负责国内、国际仓储物流，其他环节商家负责），海外托管面向海外具备履约能力的卖家。目前 Temu、SHEIN、速卖通等半托管优势还是在于比亚马逊平台更低的价格，据晚点 LatePost，Temu 按照亚马逊同款的 75%-85% 的价格核价，对有海外主体资质的商家，Temu 按亚马逊 9 折核价，对无商标的商家，则按照全网最低价动态核价；SHEIN、速卖通统一按照亚马逊同款的 85% 价格核价。半托管模式吸纳了大量亚马逊平台的大卖家，此前这些商家的尾货及库存以亏损价格买给尾货渠道商或者亚马逊奥莱打折出售，以避免过高的仓储费用，现在 Temu/SHEIN/速卖通的半托管模式对其而言在尾货处理方面更有优势。

表14: Temu/速卖通/SHEIN 模式对比

平台及模式	Temu/SHEIN 半托管、速卖	速卖通半托管
	通海外托管	
国内仓储、物流	商家	平台
国际仓储物流	商家	平台
定价	平台	商家
销售运营	平台	商家
客服	平台	商家
退换货	商家	商家

资料来源: 晚点 LatePost, 民生证券研究院

4.3 Temu 主要有哪些风险挑战?

4.3.1 监管&关税变化或将削弱低价优势

过往 Temu 低价优势一定受益于美国&欧洲关税政策, 但关税政策有收紧的不确定性。据 36 氪, Temu 在 2024Q2 美国 GMV 占总体比例近 45%, 美国是其市场之一, 但其过往在美国的价格优势一定程度上受益于美国“最低限度条款”关税豁免政策——美国个人消费者购买价值 800 元或者以下进口商品可以免除关税, 而据美国海关数据, 2023 年近 10 亿包裹通过美国“最低限度条款”政策, 其中来自 Temu 和 SHEIN 的包裹占据近 1/3。除了美国, 欧盟也存在 150 欧元的免税门槛。但欧美监管趋严, 欧美多国在关税政策方面预计提升对跨境小包的关税, 2023 年 6 月美国国会提出两项法案, 旨在通过取消对价值低于 800 美元的货物的关税和税收豁免(即最低税额制度); 2024 年 9 月, 美国政府宣布将收紧“未滿 800 美元小额包裹免税免查”规定, 并将启动一套监管机制, 以遏制相关政策被滥用; 而特朗普上任后的关税政策也或将为 Temu 带来一定的不确定性。2024 年 7 月据英国《金融时报》, 欧盟正在制定计划, 对从 Temu、SHEIN 和 AliExpress 等中国在线零售商购买的廉价商品征收关税。我们认为, 关税政策变化及收紧或将削弱 Temu 低价优势。

基于对本国产业的保护让 Temu 在印尼、越南等东南亚国家扩张亦存在挑战。2024 年 10 月, 印尼通讯与信息部长布迪要求苹果&谷歌在应用商店中下架 Temu, 以保护本国中小企业受低价跨境电商平台冲击。Temu 在 2024 年 10 月开放越南站, 而 11 月越南一会议会通过一项税法修正案, 要求外国电商平台缴纳增值税, 并提议取消对低成本进口商品的免税政策额; 12 月越南贸易部称因 Temu 未完成注册要求, 已要求 Temu 暂停其业务。2024 年 8 月, 泰国总理指示税务局和数字经济与社会部 (DES) 对 Temu 展开调查, 确保其遵守泰国法律并纳税。

表15: Temu 在海外面临的监管/关税挑战 (不完全统计)

国家	监管/关税风险挑战
美国	2023年6月, 美国国会提出两项法案, 旨在通过取消对价值低于800美元货物的关税和税收豁免(即最低税额制度), 来遏制电子商务进口的流动。尽管众议院和参议院提出的两项法案没有达成一致, 但目标一致。 2024年9月, 美国政府宣布将收紧“未满800美元小额包裹免税免查”规定, 并将启动一套监管机制, 以遏制相关政策被滥用。
英国	2024年7月, 欧盟执委会正积极筹划一项重大政策调整, 旨在取消目前针对来自非欧盟国家、价值低于150欧元商品的免税门槛。此举意在应对欧盟所声称的由全球速卖通 (AliExpress)、SHEIN 及拼多多旗下 Temu 等中国电商平台引发的低值商品大量涌入问题。
欧盟	2024年5月, 按照欧盟《数字服务法》的要求, SHEIN 与 Temu 由于用户已超过4500万, 先后被列入“超大型在线平台”(VLOP)类。根据DSA的相关规定, 拥有大型线上平台和搜索引擎的公司需加倍努力打击非法内容和对公共安全构成的风险, 倘若违反相关规定, 将被处以该公司全球营收6%的罚款, 累犯者甚至会被禁止在欧盟境内营业。
印尼	2024年10月, 印尼通讯与信息部长布迪表示, 已要求苹果和谷歌在应用商店中下架 Temu, 以保护本国中小企业免受低价产品的冲击。
越南	2024年12月5日表示, 因未完成相关商业注册要求, 已要求 Temu 暂停其业务。
泰国	2024年8月, 泰国总理 Srettha Thavisin 高度关注 Temu 开通泰国站, 已指示税务局和数字经济与社会部 (DES) 对 Temu 展开调查, 确保其遵守泰国法律并纳税。

资料来源: 中国贸易网, 财经杂志, 海运网, 雨果网, 代派跨境电商, 民生证券研究院

4.3.2 “超级速度”出海下, 供应链管理&履约能力能否跟上?

“超级速度”出海下, 供应链管理成为瓶颈。据亿恩, 2023年3月及2024年1月, Temu 因仓库容量不足, 导致商家商品无法及时入库及平台商品出现断货; 但 Temu 持续加速供应链管理能力建设, 2023年持续开设新仓库, 2023年11月到2024年3月计划将广东的仓库规模翻倍。我们认为, 仓库及供应链管理与发展速度的匹配, 成为平台用户体验能否保证的关键。

半托管&尝试开拓平台模式减少跨境风险, 但海外履约能力是影响竞争优势的关键变量。见上文 4.2.2, Temu 半托管目前主要吸引亚马逊上中国卖家&有海外建仓的头部商家, 但持续吸引卖家核心还在于平台能够让商家获得持续的利润, 且海外跨境头部商家数量有限, 据晚点 LatePost, Temu 也在考虑推出第三方平台模式, 进一步开拓海外以减少跨境风险。但我们认为履约能力的建设及解决方案将成为 Temu 海外竞争的重要影响因素, 相比于海外电商龙头亚马逊, Temu 在履约方面为商家赋能有限。亚马逊在过去18年以来投入超过1000亿美元, 在全球建立185个配送中心, 并推进分仓服务, 在24Q1订单中, 亚马逊订单有6成能够实现当日/次日达; 面对 Temu 的低价竞争, 亚马逊也推出“全托管”模式吸纳中国商家。当国内跨境电商龙头与海外电商龙头业务重合度提升后, 通过何种方式提升履约等相关配套能力将成为影响 Temu 竞争的关键变量。

5 投资建议

我们认为，拼多多国内低价领域优势深厚，但短期电商行业竞争激烈，主流平台纷纷补贴用户&反哺商家，拼多多商家运营优化政策或将对短期TR产生一定影响；但目前整个电商板块估值性价比较高，拼多多海外业务仍处于高速扩张，建议关注拼多多。

表16: 重点公司盈利预测、估值与评级

证券代码	证券简称	股价(港币 /美元)	EPS (元/ADS)				PE (倍)				评级
			2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E	
PDD	拼多多	100.26	41.67	82.08	93.93	113.2	18	9	8	6	/
9988.HK	阿里巴巴-W	80.45	8.31	7.66	8.62	9.47	9	10	9	8	推荐
JD	京东	35.42	21.31	28.2	31.12	34.45	12	9	8	8	/
VIPS	唯品会	13.17	14.48	16.03	16.54	17.49	7	6	6	6	/

资料来源: Bloomberg, 民生证券研究院预测;

(注: 股价为 2025 年 1 月 16 日收盘价; 未覆盖公司数据采用 Bloomberg 一致预期; 阿里对应 FY2024A、FY2025E、FY2026E、FY2027E; EPS 为人民币, 股价美股/港股分别对应美元/港币; 汇率取 1HKD=0.9412RMB, 1USD=7.33RMB; 均对应 Non-GAAP 口径。)

6 风险提示

1) 电商行业竞争加剧风险。目前电商行业竞争激烈，若行业竞争及补贴进一步加剧，对公司盈利能力造成负面影响。

2) 政策及监管风险。互联网平台面临监管不确定性风险，或将对投资者情绪造成一定影响。

3) 海外业务发展风险。目前 Temu 为拼多多增长的驱动力量，海外市场面临关税及监管等不确定性风险，也面临海外数据安全风险，或将对公司产生较大不确定性。

4) 供应链管理风险：Temu 在跨境业务的采购、仓储、物流等方面若管理不及预期，可能对海外业务发展造成负面影响。

插图目录

图 1: 拼多多发展历程.....	3
图 2: 拼多多 2016 年-2024Q3 收入及增速.....	4
图 3: 拼多多 2016 年-2024Q3 GAAP/Non-GAAP 利润及利润率.....	4
图 4: 拼多多 2017-2021 年国内 GMV 及增速.....	4
图 5: 拼多多 2017-2021 年国内年活跃买家数及增速.....	4
图 6: 拼多多股价走势复盘.....	7
图 7: 国内手机出货量市场份额趋势.....	8
图 8: 国内电商行业渗透率持续提升 (交易额口径).....	8
图 9: 微信/淘天/拼多多 MAU 对比.....	8
图 10: 三大电商对阳澄湖大闸蟹的上架资质要求.....	9
图 11: 拼多多 APP 与综合电商 APP 行业用户画像对比 (截至 2018 年 7 月).....	10
图 12: 拼多多嵌入微信小程序&微信钱包九宫格.....	11
图 13: 拼多多以“游戏+电商”模式激励用户每日上线/下单/拉新.....	11
图 14: 拼多多在电商平台中用户粘性最高.....	11
图 15: 拼多多通过微信实现分享&裂变.....	12
图 16: 拼多多获客成本相对不高.....	12
图 17: 拼多多“货找人”的拼团低价逻辑.....	13
图 18: 淘天 (左) 及拼多多 (右) 的耳机搜索结果差异.....	13
图 19: 阿里/京东/拼多多年活跃买家数.....	14
图 20: 2017-2021 年阿里/京东/拼多多 ARPU 对比.....	14
图 21: 拼多多“百亿补贴”以“中国人保”做背书, 和“假一赔十”打消消费者顾虑.....	14
图 22: 百亿补贴推出后拼多多活跃买家数进一步提升.....	14
图 23: 2020 年及 2023 年中国网购用户选择网站/APP 时看重的因素.....	15
图 24: 2017-2023 年阿里/拼多多/京东人均创收对比.....	15
图 25: 2017-2023 年中国网络购物用户规模及其在网民中的占比.....	16
图 26: 中国城镇/农村地区网民普及率.....	16
图 27: 拼多多网络营销服务收入及增速.....	16
图 28: 拼多多主站货币化率 (TR).....	17
图 29: 中国跨境电商出口规模及增速.....	20
图 30: 2022 年中国跨境电商 B2C 主要品类占比.....	20
图 31: 2017-2023 年中国跨境电商交易模式结构.....	20
图 32: 2024H1 跨境电商出口国家占比情况.....	20
图 33: 中国跨境电商主要模式&参与者梳理.....	21
图 34: Temu 发展历程.....	22
图 35: Temu 品类占比.....	23
图 36: Temu 团队成员构成.....	23
图 37: Temu 与 SHEIN、亚马逊产品价格的对比.....	24
图 38: Temu 用户端数据表现亮眼.....	25
图 39: Temu 获得 2024 年 IOS 美国 APP 下载榜第一.....	25
图 40: 全托管模式降低商家运营门槛.....	25
图 41: Temu VMI 及 JIT 模式对比.....	26
图 42: Temu 全托管 VS 半托管对比.....	27

表格目录

重点公司盈利预测、估值与评级.....	1
表 1: 拼多多创始人&董事及管理層.....	5
表 2: 拼多多持有 5%以上股东及管理层持股情况 (截至 2024 年 2 月 29 日).....	6
表 3: 拼多多历史融资梳理.....	6
表 4: 各个平台佣金对比.....	10

表 5: 各平台类目佣金对比	10
表 6: 各平台保证金对比	10
表 7: 拼多多全站推广计费模式	17
表 8: 2024 年拼多多&淘天惠商举措梳理 (不完全统计)	18
表 9: 淘工厂主要运营模式梳理	19
表 10: 拼多多 VS 淘天对比分析	19
表 11: 电商跨境“四小龙”对比分析	21
表 12: Temu 已进入国家梳理 (截至 2024 年 12 月 24 日)	22
表 13: 主流平台全托管对比	26
表 14: Temu/速卖通/SHEIN 模式对比	28
表 15: Temu 在海外面临的监管/关税挑战 (不完全统计)	29
表 16: 重点公司盈利预测、估值与评级	30

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑获取本报告的机构及个人的具体投资目的、财务状况、特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，进行独立评估，并应同时考量自身的投资目的、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，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代自身的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 1 座 10 层 01 室； 518048