

商业贸易

电商行业标杆企业研究

—当前时点，我们如何看待拼多多？

评级：增持（维持）

分析师：彭毅

执业证书编号：S0740515100001

电话：15221203039

Email: pengyi@r.qizq.com.cn

研究助理：龙凌波

电话：18800109686

Email: longlb@r.qizq.com.cn

重点公司基本状况

简称	股价 (元)	EPS			PE			评级
		2018A	2019E	2020E	2018A	2019E	2020E	
苏宁易购	12.24	1.43	1.91	0.27	8.12	6.09	43.07	买入
永辉超市	10.63	0.15	0.24	0.31	65.87	41.17	31.87	增持
家家悦	8.65	0.92	1.02	1.15	30.00	27.06	24.00	增持
南极电商	23.24	0.54	0.48	0.66	23.43	26.35	19.17	增持
天虹股份	10.60	0.75	0.89	0.98	16.68	14.06	12.77	增持
备注								

基本状况

上市公司数	96
行业总市值(百万元)	875,858
行业流通市值(百万元)	350,343

行业-市场走势对比



相关报告

- 1 电商标杆企业研究之网络零售特卖龙头唯品会的兴衰转之路
- 2 超市行业标杆企业研究：高鑫零售——联姻阿里定义未来新零售新玩法
- 3 电商行业标杆企业研究之从战略推进和估值思路变化看越来越像亚马逊的阿里巴巴

投资要点

- **核心观点：搜索流量红利见顶，社交流量开发近半，纯电商模式的用户争夺已进入生死存亡阶段。拼多多流量获取高度依赖微信，在竞争对手纷纷开拓新流量入口之际，拼多多缺少线下布局和物流、金融等供应链配套基础设施，高额补贴带来规模增长的边际效益递减。我们预计，拼多多短期内将推迟对平台商家的收割，货币化率的提升或将放缓，较激进的营销投入带来财务压力加剧。对标阿里，拼多多业务模式较为单一，缺少坚实的竞争壁垒，支撑高估值的难度较大。**
- **乘社交流量东风，拼多多实现快速崛起。线上用户红利减退，搜索电商获客成本攀升，拼多多在微信社交流量的天然壁垒下获得了相对宽松的竞争环境。低成本、高转化率的社交流量，淘宝品牌化淘汰低端供应链带来的商家外溢红利，以及农产品上行和市场下沉的竞争优势的共同加持下，拼多多规模实现爆发式增长。**
- **营销费用激增，测算季度高增长放缓，经营压力加剧。2018年拼多多加速平台升级，启动“新品牌计划”和品牌馆建设，对品牌商和优质商家提供高额补贴，以营销费用激增的代价换取规模的持续高增长。电商平台用户重合度持续上升，阿里加速市场下沉的成效凸显，拼多多季度新增用户数持续减少，线上用户争夺日渐激烈；测算拼多多GMV膨胀效应持续增强，季度GMV增速加速下滑。在获客成本攀升的情况下，拼多多流量成本优势有所减弱，经营压力进一步加剧。**
- **放缓对平台商家的收割，货币化率提升空间受限。据我们测算，拼多多近两个季度的货币化率持续下滑，可能的原因包括：(1) GMV水分变大；(2) 商家补贴增加，佣金收入减少。与用户规模相当时期的阿里相比，拼多多的货币化率在短期内实现了快速提升。当前拼多多对高质量商家提供流量倾斜和佣金优惠，短期货币化率提升速度将放缓。受制于低价标签、平台形象以及长尾商家基础等因素，预计拼多多未来的货币化率提升空间有限。**
- **对标阿里，拼多多业务模式较为单一，缺少估值想象空间。2016Q3开始，市场逐步认可阿里的多元化商业生态逻辑，同时阿里零售平台的货币化率快速提升，直接推动阿里市值实现稳健增长。与阿里清晰的战略布局相比，拼多多当前的业务模式较为单一，缺乏物流、线下等竞争壁垒，短期内货币化率快速提升的难度较大，估值逻辑难以支撑较高的市值水平。**
- **风险提示事件：(1) 社交流量红利见顶，电商平台用户增长停滞，营收增速大幅放缓；(2) 低价拼团业务模式单一，平台形象不佳，客单价难以提升；(3) 缺少物流、金融等竞争壁垒，估值想象空间小，市场情绪变化容易带来较大的估值波动。**

内容目录

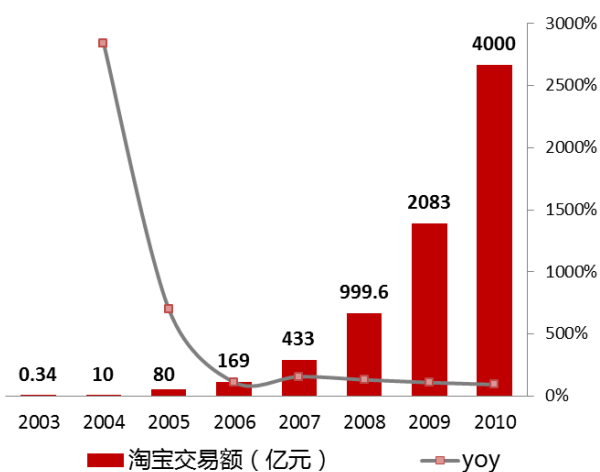
乘东风破千顷浪，拼多多快速跻身电商前三	- 3 -
电商十五年，巨头乘风起	- 3 -
搜索电商流量红利见顶，拼多多开创社交电商新纪元	- 4 -
社交流量、商家外溢、市场下沉等红利加持，规模实现爆发式增长	- 8 -
高增长放缓，费用端激增，拼多多未来的空间还有多大？	- 9 -
季度新增买家持续减少，用户竞争加剧	- 9 -
GMV 可能存在较大水分，测算季度 GMV 增速下滑更快	- 10 -
营销平台有效提升盈利能力，测算季度货币化率下滑	- 12 -
对标阿里，拼多多的货币化率提升空间有限	- 13 -
营销费用激增，经营压力加剧	- 15 -
现金流保持稳健，为业务发展提供充足弹药	- 16 -
业务模式较单一，竞争壁垒较低，支撑高估值的难度较大	- 17 -
对标阿里，估值想象空间较小	- 17 -
风险提示事件	- 19 -

乘东风破千顷浪，拼多多快速跻身电商前三

电商十五年，巨头乘风起

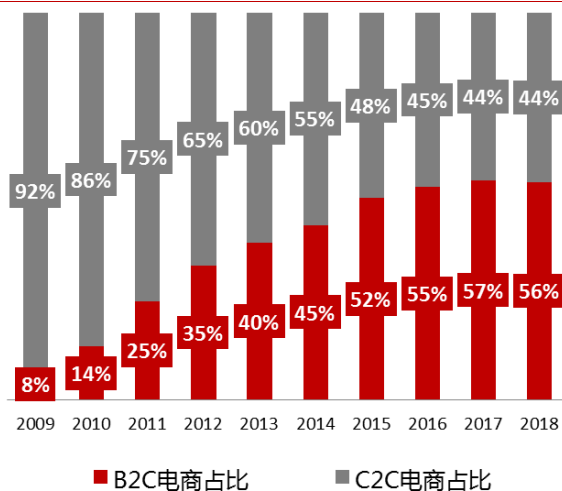
- **C2C 电商淘宝带来线上零售第一次大爆发。**2002 年，Ebay 对易趣网投资 3,000 万美元，C2C 电商的关注度得到快速提升。在 B2B 业务盈利输血和非典打断实体零售的双重机遇下，阿里巴巴于 2003 年成立 C2C 零售平台淘宝网，首创“免费会员交易+阿里旺旺+支付宝”模式，为注册会员免费提供买卖双方自由交易的平台，配套即时通讯工具阿里旺旺用于沟通商品买卖信息，发布支付宝保障线上交易的支付安全，大幅减少了交易环节和渠道费用，提升了商品销售效率，在免费模式下迅速聚集了海量商家，实现了销售规模和用户数量的指数级增长。2010 年淘宝 GMV 达 4,000 亿元，成功超越最大竞争对手 Ebay，自此稳坐中国 C2C 电商的头把交椅。
- **消费升级拉动 B2C 占比提升，天猫成为增长引擎。**2008 年，北京市工商局发布电商监督管理意见，对未在工商局注册的网络商店将以无照经营予以取缔，为淘宝平台上数以万计的个人商家敲响了政策警钟。淘宝搜索流量开始向销量高、评价优的大商家倾斜，推动了淘品牌的成长。同时，居民可支配收入提高，社会消费需求从低价转变为追求品质和品牌的多元模式，B2C 电商市场兴起，阿里顺势推出淘宝商城（后更名为天猫），吸引品牌商入驻平台，开设官方旗舰店。传统品牌触电的优质流量和优惠价格将大量线下买家成功转化为网购人群，推动天猫 GMV 实现快速增长，成为阿里零售业务的增长引擎。天猫在 B2C 电商市场份额过半，稳居第一，进一步巩固了阿里的电商龙头地位。
- **自建物流优势推动京东实现快速崛起。**2009 年，专注于 3C 品类的京东做出了两个重大决定：发展为全品类 B2C 电商平台和自建物流基础设施。淘宝前期的快速发展为电商市场培养了一批具有网购习惯的用户，但淘宝对第三方物流的高度依赖阻碍了物流时效和消费者体验的提升。京东以“低价正品”理念对淘宝进行降维打击，同时通过自有物流高效、优质的服务迅速打开知名度，成长为国内第二大电商平台。

图表 1: C2C 电商带来线上零售第一次大爆发



来源：公司公告 中泰证券研究所

图表 2: 消费升级拉动 B2C 电商快速崛起

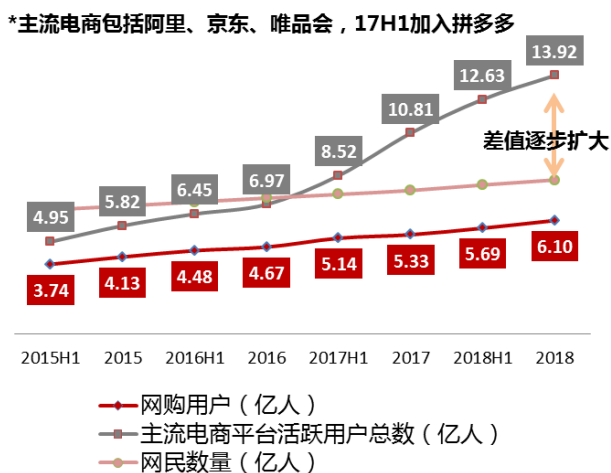


来源：公司公告 中泰证券研究所

搜索电商流量红利见顶，拼多多开创社交电商新纪元

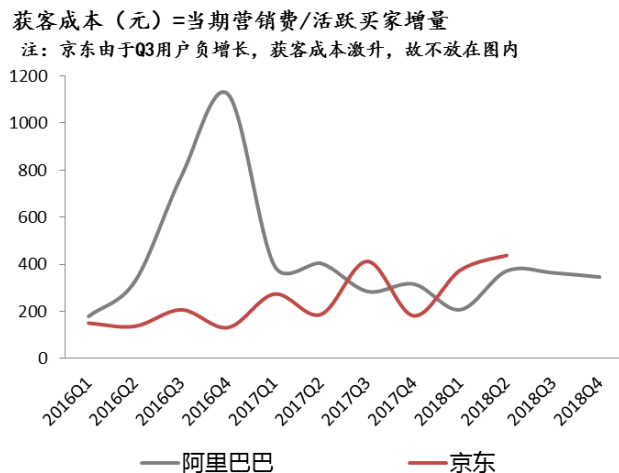
- **线上用户红利消退，存量用户竞争加剧。**线上零售经过十五年快速发展，阿里、京东、唯品会等主流电商平台的总活跃买家数已经超过网购用户总数；2017年拼多多强势入局后，电商平台用户总数与网民总数的差值持续扩大，线上存量用户的争夺已进入生死存亡阶段，头部搜索电商的单客获客成本攀升至200元以上，通过加大营销投入拉动用户增长的边际效益持续减少，开拓新的流量入口成为维持规模高增长的关键。
- **社交流量存在天然壁垒，拼多多实现快速崛起。**根据 Trustdata 的数据，2018年上半年社交 APP 日均启动次数为 19.1 次，日均使用时长为 34 分钟，相比于电商 APP (日均启动次数 4.0 次，日均使用时长 6 分钟)，微信、QQ 等即时通信软件可满足日常沟通交流的需求，用户粘性优势显著。2018年即时通信用户占全体网民比重达 96%，同期网购用户渗透率为 74%，社交流量池仍存在较大的红利空间。另一方面，微信月活跃账户数与阿里系电商平台月活跃用户数差值高达 4 亿，而腾讯和阿里两大互联网阵营对峙，使得来自淘宝和天猫的商品链接无法在微信中直接打开和购买，拼多多在竞争相对宽松的环境中对微信社交流量进行商品变现，实现了快速崛起。

图表 3: 主流电商的存量用户争夺日渐激烈



来源: Wind 中国网络信息中心 中泰证券研究所

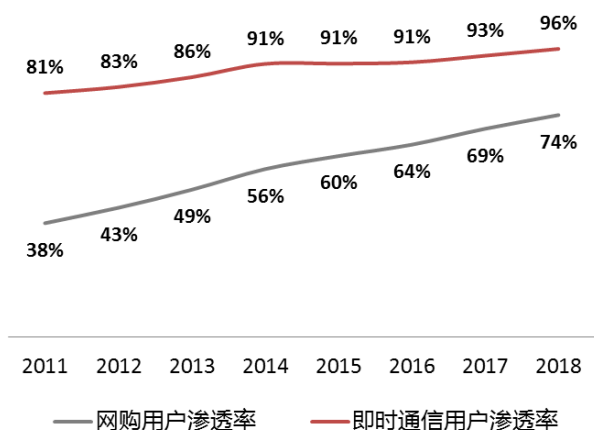
图表 4: 传统搜索电商获客成本居高不下



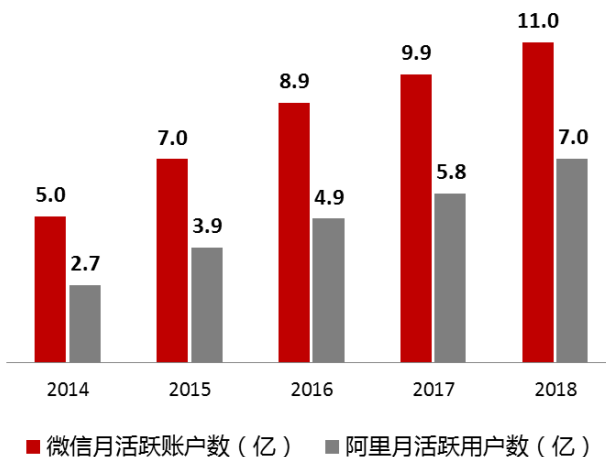
来源: 公司公告 中泰证券研究所

图表 5: 即时通信用户渗透率高, 社交流量成本低

图表 6: 腾讯阿里对峙, 提供社交流量红利壁垒



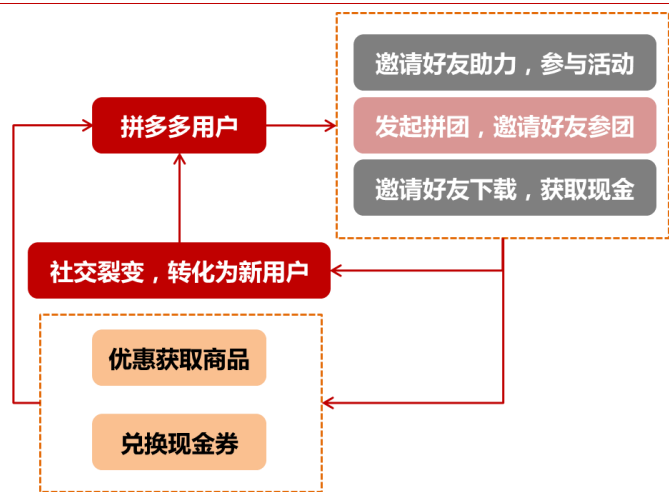
来源：中国网络信息中心 中泰证券研究所



来源：公司公告 中泰证券研究所

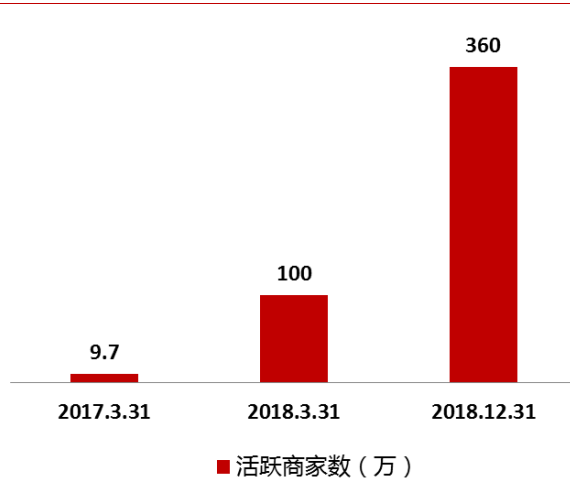
- 优惠政策激励社交裂变。**在消费端，拼多多以拼团模式为用户提供低价爆品和交互式的购物体验，通过邀请好友获取优惠等激励模式实现社交裂变，快速扩大消费者基础、提升平台知名度、抢占电商市场份额。在供应端，主推 C2M 模式，直接对接长尾供应商和工厂，压缩供应链中间环节，实现低价。
- 长尾商家外溢红利助力野蛮生长。**由于 B2C 电商兴起和来自监管层面的压力加剧，淘宝在 2016 年展开了严厉的打假行动，关闭店铺超过 20 万家，随后聚划算也正式划归天猫，平台走向品牌化，摆脱“低价、低质”的标签，由此淘汰了一部分低端供应链商家；另一方面，由于淘宝的搜索流量分配逐渐倾向品牌商和大商家，平台流量成本较高，中小商家的生存空间受到严重挤压。在经营不善的情况下，京东也放弃了拍拍网，专注自营和优质的第三方平台商家服务。拼多多的出现为利润微薄、库存压力大的长尾商家提供了低门槛、低成本的销售平台，由此吸引了大量商家入驻。截至 2018 年底，拼多多活跃商家数量突破 360 万家，淘宝等电商平台的商家外溢红利助力拼多多实现全品类 SKU 扩展和销售规模的爆发式增长。

图表 7: 拼多多购物优惠激励模式



来源：QuestMobile 中泰证券研究所

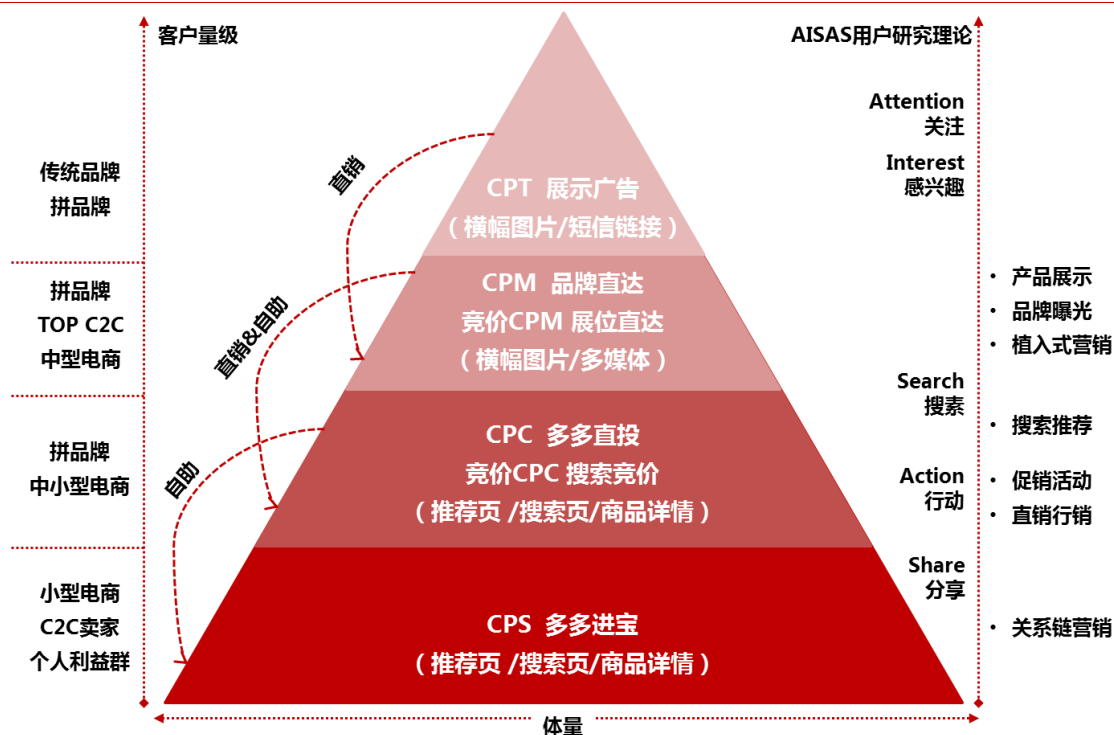
图表 8: 长尾商家助力拼多多野蛮生长



来源：公司公告 中泰证券研究所

- **上线营销系统，分布式 AI 提升商家广告转化率。**2017 年 4 月拼多多推出线上营销系统，同时砍去自营商城，彻底转型为第三方平台。由于拼多多不设置交易佣金，仅代微信收取 0.6% 的支付费用，线上营销服务由此成为拼多多最主要的收入来源。拼多多广告营销规划层级清晰，针对中小商家，拼多多提供门槛低、上手快的 CPC 和 CPS 广告业务，以分布式 AI 提高推送精准率，通过社交渠道分享商品链接，高效汲取站内外流量。横幅图片等展示广告有助于快速打造爆款，实现优质 ROI。当前拼多多商家体量不大，流量竞争压力较小，据商家反馈来看，拼多多广告 ROI 目前明显高于阿里、京东等搜索电商平台。

图表 9: 拼多多广告营销规划



来源：拼多多广告营销部 中泰证券研究所

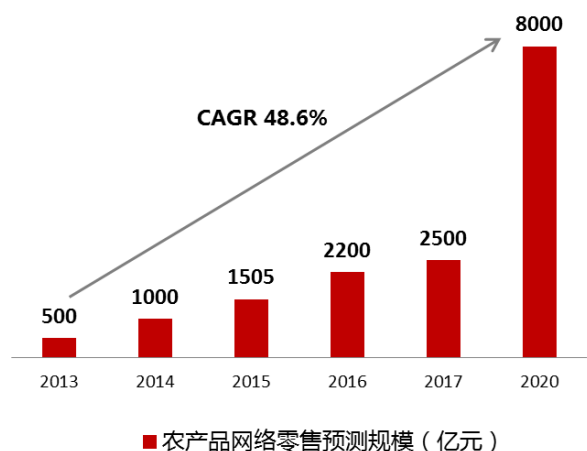
图表 10: 拼多多广告营销方式

广告方式	基础规则
CPC搜索推广	买家搜索关键词，显示结果（1+6n）位为广告位； 综合排名=销量、点击率、转化率、广告出价； 扣费=下一位的质量分*下一位的出价/自己的质量分+0.01；
CPC场景展示推广	类目商品页、拼多多服务号-推文红包页、现金签到页、商品详情页-为你推荐等； 综合排名=销量、点击率、转化率、广告出价； 扣费=下一位的出价*下一位的商品素材点击率/自己的商品素材点击率+0.01；
CPM明星店铺推广	打造品牌效应，达成优质ROI； 搜索品牌词，置顶横幅图片显示店铺，落地页为店铺主页 权重：旗舰店>专卖店>专营店；综合排名=店铺权重、广告出价 扣费：商家自行设置每千次展现价格（20-300元），按实际展现次数扣费
短信服务工具	针对浏览/购买过的买家发送短信，达成 催促付款、提醒分享、新客转化、老客唤醒 等功能 扣费：0.026元/条
CPS多多进宝	门槛最低，适合新手； 通过推手获取拼多多站内外流量 扣费：按成交扣费，自行设置佣金和推广单元价格
首页横幅图片广告	流量多、起价低，利于打造爆款； 首页横幅图片第2、3帧作为竞价CPM广告位，落地页为商品/店铺； 最低出价10元/CPM，溢价10%

来源：拼多多广告营销部 中泰证券研究所

- **农产品电商空间较大，拼多多优势突出。**根据农业部规划，2020年我国农产品电商销售规模将达到8,000亿元，预计农产品电商市场将保持48.6%的年度复合增长，发展空间广阔。2017Q1之前，拼多多通过自营商城“拼好货”积累了水果等生鲜农产品电商销售的经验，拼团下单模式为农户打开了批量直销的电商渠道，也成功建立起拼多多农产品品类的竞争优势。2018年拼多多平台农产品/农副产品订单总额达653亿元，同比增长233%；注册地址为国家级贫困县的平台商户超过14万家，年订单总额达162亿元，预计带动当地物流、运营、农产品加工等新增就业岗位超过30万个。当前全国756个电商进农村示范县中，67%为贫困县。在国家政策大力支持农产品上行和未来冷链物流能力提升的背景下，拼多多农产品电商优势有望进一步凸显。

图表 11: 农产品电商市场预计将维持中高速增长



来源：《2018年中国农产品电商发展报告》 中泰证券研究所

图表 12: 国家政策大力扶持电商进农村

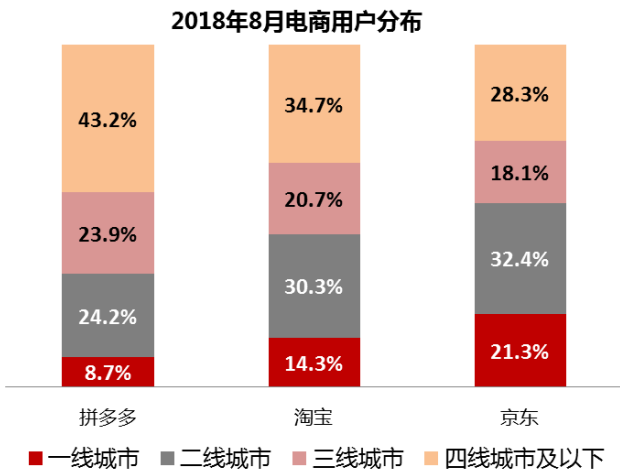
财政部、商务部、国务院扶贫办联合电商进农村项目	2014-2015年	2016年	2017年
综合示范县 (个)	256	240	260
贫困县 (个)	89	158	260
贫困县占比	34.8%	66.0%	100.0%

来源：《2018年中国农产品电商发展报告》 中泰证券研究所

- **市场下沉竞争力强，满足低线城市消费升级需求。**相比于生活节奏快、压力大的一二线城市用户，三线及以下城市用户的收入水平相对较低，

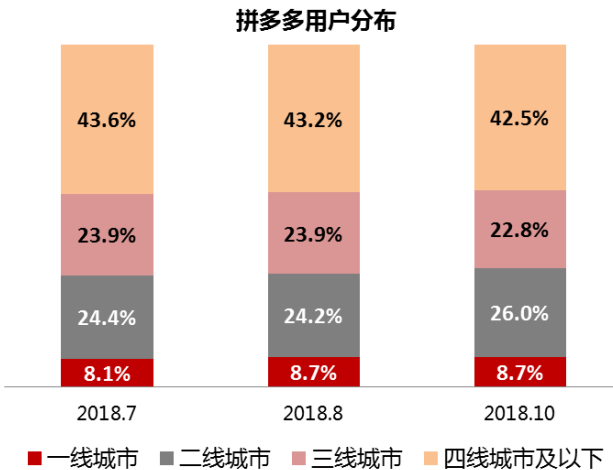
闲暇时间长，对商品价格敏感度更高，拼多多的低价拼团模式和“多多果园”等游戏式购物体验同时满足了社交、休闲和购物的需求，在低线城市市场中的用户渗透率更高。与淘宝和京东相比，拼多多在三线及以下城市的竞争优势更加显著，用户占比超过 60%。

图表 13: 拼多多在低线市场的竞争优势更为显著



来源: QuestMobile 中泰证券研究所

图表 14: 三四线及以下城市是拼多多的主战场

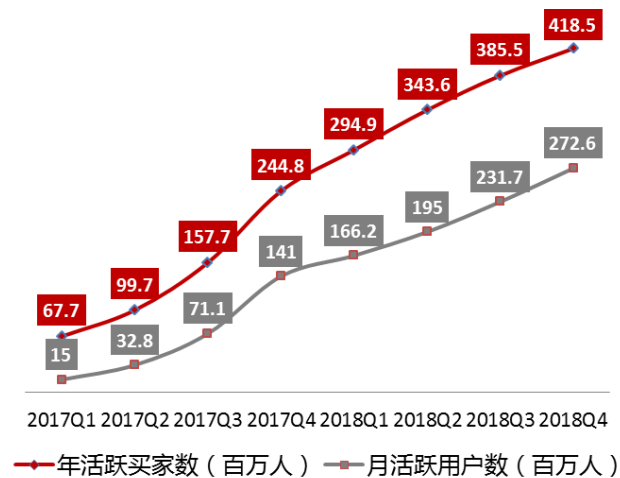


来源: QuestMobile 中泰证券研究所

社交流量、商家外溢、市场下沉等红利加持，规模实现爆发式增长

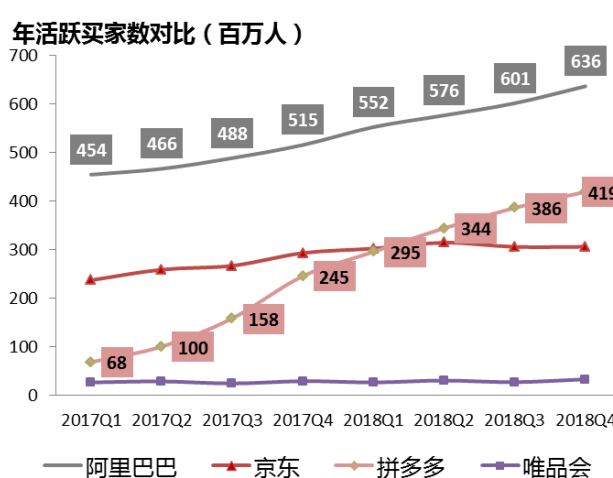
- 借助社交流量红利东风，拼多多用户规模实现快速增长，截至 2018Q4 年活跃买家数达 4.19 亿人，月活跃用户数达 2.73 亿人。2018Q2 起拼多多活跃买家数已经超过京东，在京东出现用户增长停滞情况下持续拉大差距，当前用户规模仅次于阿里。根据 QuestMobile 的统计，拼多多在月人均使用时长和月人均使用次数方面优于行业月活跃用户数排名前五 APP 的平均值（2018 年 7 月）；2018Q4 活跃买家年消费金额稳步提升至 1,127 元，年人均订单从 2017 年的 17.6 次增加到 2018 年的 26.5 次，用户粘性持续增加。

图表 15: 拼多多用户数实现快速增长



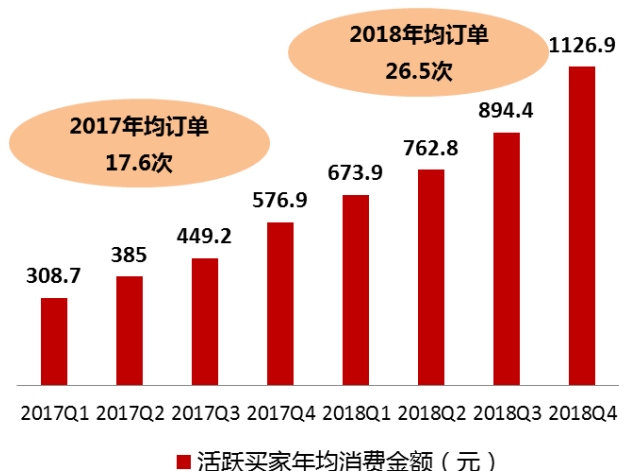
来源: 公司公告 中泰证券研究所

图表 16: 拼多多用户数超过京东，成为行业第二



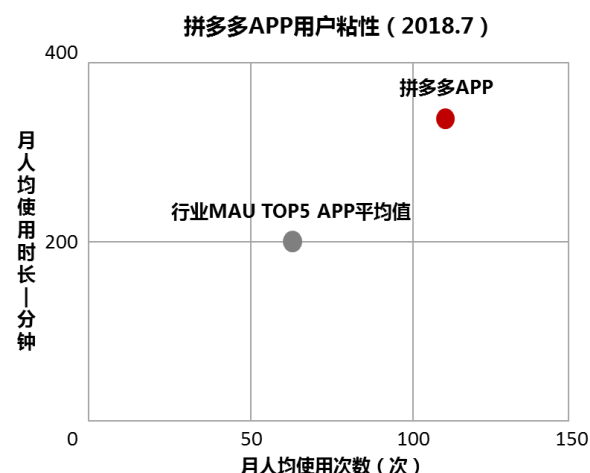
来源: 公司公告 中泰证券研究所

图表 17: 活跃买家消费频次和客单价持续提升



来源: 公司公告 中泰证券研究所

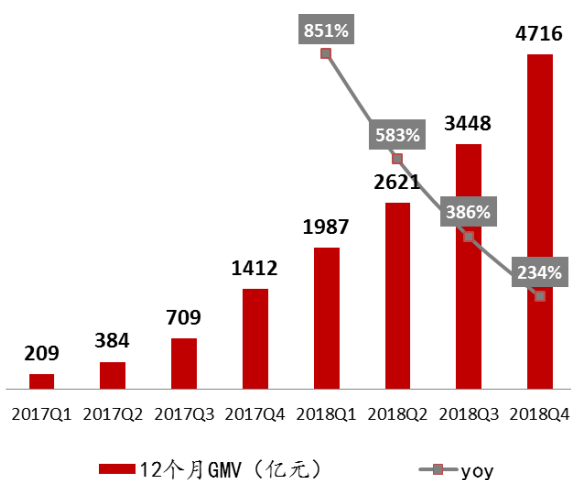
图表 18: 拼多多用户粘性优于行业前五平均水平



来源: QuestMobile 中泰证券研究所

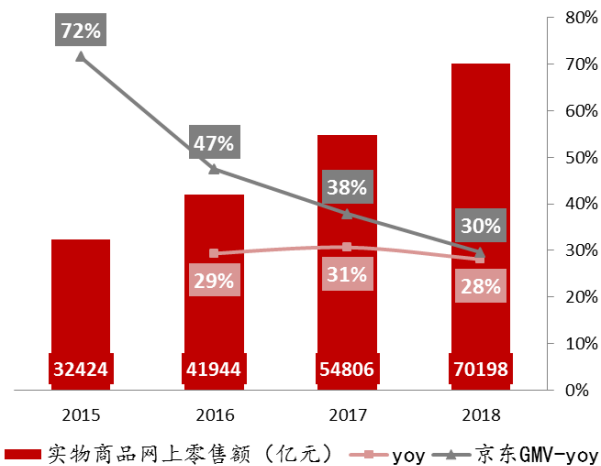
- 在宏观经济增速放缓、线上红利减退以及行业基数持续扩大的多重影响下，线上零售商品销售规模增速持续走低。拼多多凭借低价拼团的差异化竞争优势，快速占领了淘宝品牌化趋势下被忽视的低端市场，在社交流量红利、商家外溢红利和市场下沉红利的加持下，GMV 实现爆发式增长。2018 年拼多多 GMV 达 4,716 亿元，同比增长 234%。

图表 19: 拼多多 GMV 实现爆发式增长



来源: 公司公告 中泰证券研究所

图表 20: 电商行业 GMV 增速显著放缓



来源: 国家统计局 公司公告 中泰证券研究所

高增长放缓，费用端激增，拼多多未来的空间还有多大？

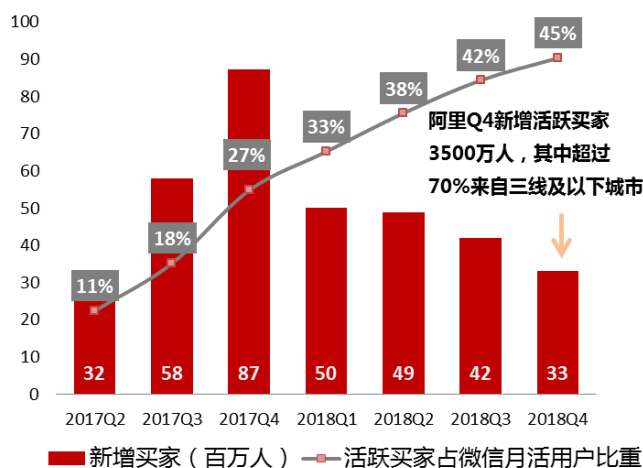
季度新增买家持续减少，用户竞争加剧

- 拼多多季度新增活跃买家持续减少。2018Q4 阿里通过淘宝界面改版、支付宝引流等获客措施加速市场下沉，年活跃买家净增 3,500 万人，其中超过 70%来自于三线及以下城市。同期拼多多新增 3,300 万年活跃买

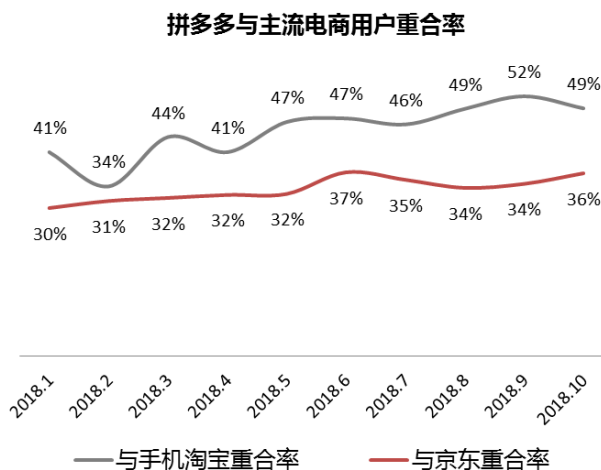
家，年活跃买家占微信月活跃用户数量的比重已达 45%，微信社交流量红利的可开拓空间缩小近半。拼多多的快速崛起对电商下沉、拓展网购用户基础具有重要的教育意义，电商市场的蛋糕确实做大了，但随着微信流量红利的持续开发，拼多多原本最大的流量优势将逐步减弱。截至 2018 年 10 月，拼多多与手机淘宝的用户重合率达到 49%，与京东的用户重合率达到 36%；随着阿里、京东、苏宁等入局低价拼团业务、加速市场下沉，拼多多开始品牌化升级，各电商平台之间的用户重合度将进一步上升，纯电商模式的用户争夺已进入生死存亡阶段。

图表 21: 微信流量红利开发近半，拼多多季度新增用户持续减少

图表 22: 用户重合率增加，用户抢夺加剧



来源：公司公告 中泰证券研究所



来源：QuestMobile 中泰证券研究所

GMV 可能存在较大水分，测算季度 GMV 增速下滑更快

- GMV 指代商品销售总规模，由于网购存在取消订单、退货等常见情况，电商平台公布的 GMV 往往掺杂着一定的水分。当前各大电商平台的 GMV 统计口径如下：

(1) 阿里：下单即计入 GMV，无论是否支付、成交、退货，含税费及运费。剔除部分大额交易如某人某一天的特大额订单。在 2015 年年报中，超过 10 万元人民币的大额物品也计入 GMV。

(2) 京东：2017Q2 及以前，线上及移动端下单即计入 GMV，无论是否支付、成交、退货，含税费及运费，剔除 2000 元以上实际未成交的订单，剔除 10 万以上所有产品和服务订单，剔除单日购买总额超过 100 万元的用户的的所有订单。2017Q3 至今，京东 GMV 统计口径放宽，线上及移动端下单即计入 GMV，无论是否支付、成交、退货，含税费及运费，剔除部分友商定义的大额订单。

(3) 苏宁：完成收款及配送服务的订单金额，并剔除退货订单，含税费及运费。

(4) 拼多多：指在拼多多平台上成交的所有产品和服务的订单价值，无论是否实际销售、送达、退货。包邮商家可在销售价格中嵌入运费，这一部分运费也包含在 GMV 中。为排除非正常交易影响，剔除日交易额超过 10 万元的交易活动。

- 与传统的搜索式电商平台相比，拼多多砍掉了“购物车”这一传统网购环节，直接促成商品页一键下单，减少用户决策环节，有效激励冲动消费。由于下单即计入平台 GMV，其中可能包含了较多的未付款/未发货等订单金额。为更加合理地考量实际销售规模，我们根据拼多多公布的交易佣金收入（即支付给微信的支付手续费，固定的支付费率为 0.6%）对实际 GMV 进行了测算。由于拼多多只公布 12 个月的 GMV 数据，我们也通过假设，测算了分季度的 GMV 真实增长情况：

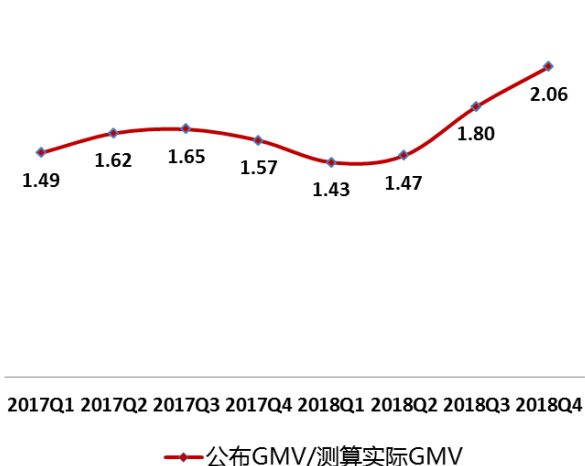
图表 23: 拼多多 GMV 数据测算

	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4
12个月GMV (亿元)	209	384	709	1,412	1,987	2,621	3,448	4,716
YoY					851%	583%	386%	234%
据0.6%交易佣金测算——12个月GMV (亿元)				886	1,290	1,733	2,174	2,674
YoY								202%
季度同比新增GMV		175	325	703	575	634	827	1,268
估算单季度GMV (亿元)	84	196	367	766	659	830	1,194	2,034
YoY		837%	485%	816%	688%	324%	225%	166%
据0.6%交易佣金测算单季度GMV (亿元)	56	121	222	486	461	563	664	986
测算GMV膨胀倍率	1.49	1.62	1.65	1.57	1.43	1.47	1.80	2.06

来源：公司公告 中泰证券研究所

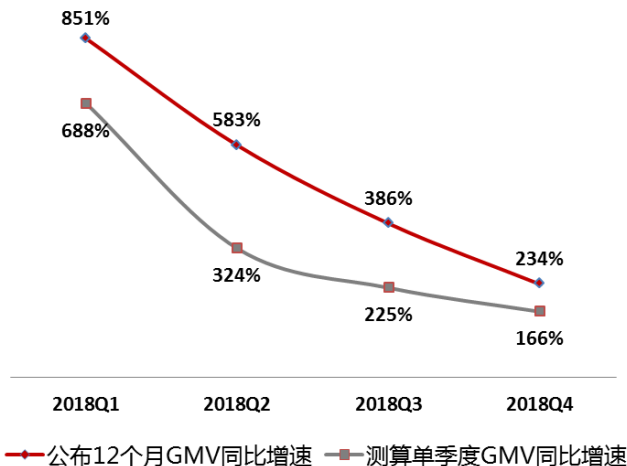
- 官方公布 GMV 的膨胀效应持续增强。我们发现，拼多多官方公布的 GMV 数据与我们按照佣金费率测算的实际 GMV 数据的差距在逐步扩大，可能的原因包括：（1）平台未实际销售、送达、退货的订单比例增加，可能存在刷单现象，GMV 数据的水分增加，实际成交额可能比现在公布的情况要差一些；（2）根据拼多多官方发言，平台对优质商家实施了费率优惠和补贴等，这部分费用体现在佣金收入中，直接减少了佣金收入。
- 年化高增长的背后，单季度 GMV 增速下滑更快。当前拼多多公布的 12 个月 GMV 同比增速一定程度上“延长”了爆发式增长，让高增长“看上去”更久、更平稳，但年化增速的平滑效应模糊了实际增速，拼多多的季度增长随着基数扩大持续放缓，维持高增长的压力逐渐增加。

图表 24: GMV 膨胀倍率持续攀升



来源：公司公告 中泰证券研究所

图表 25: 年化 GMV 平滑了高增长趋势，测算季度 GMV 增速下滑更快

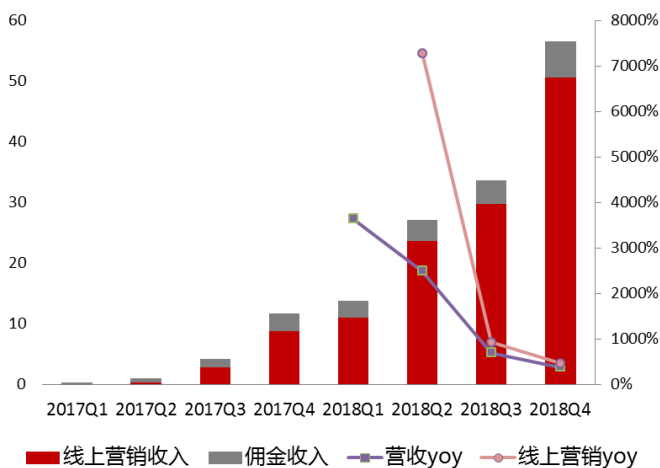


来源：公司公告 中泰证券研究所

营销平台有效提升盈利能力，测算季度货币化率下滑

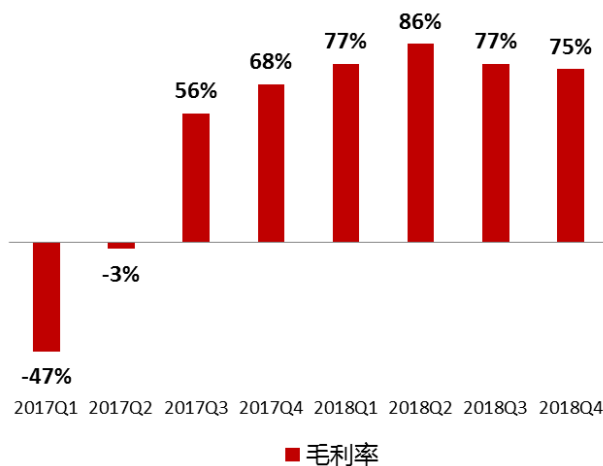
- **营销平台有效提升盈利能力，快速缩小与阿里之间的创收效率差。**自2017年4月上线营销系统以来，线上营销服务成为了拼多多最主要的收入来源，拉动整体营业收入实现快速增长。拼多多成功转型轻资产运营，平台毛利率大幅优化。2018Q4 活跃买家人均贡献营业收入（ARPU）达314元，同期阿里为361元。
- **测算季度货币化率下滑。**从拼多多公布的年货币化率来看，平台货币化率持续快速提升至2.78%，但从测算的季度货币化率来看，自2018Q2以来，拼多多的货币化率连续两个季度下滑，我们认为这与拼多多GMV的情况相似，可能存在的原因为：**（1）GMV水分变大；（2）商家补贴增加，佣金收入减少，货币化率下滑。**健康、可持续发展的企业的长期GMV增速和收入增速的走势必将保持一致，货币化率是否保持稳健提升，对于还原拼多多的真实增长潜力至关重要，该指标未来几个季度的走势也将对拼多多的估值产生直接影响。

图表 26: 营销服务拉动营收快速增长



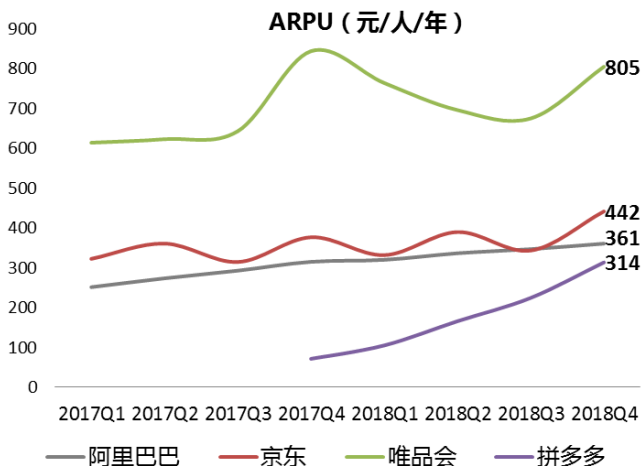
来源：公司公告 中泰证券研究所

图表 27: 转型营销平台大幅优化毛利率



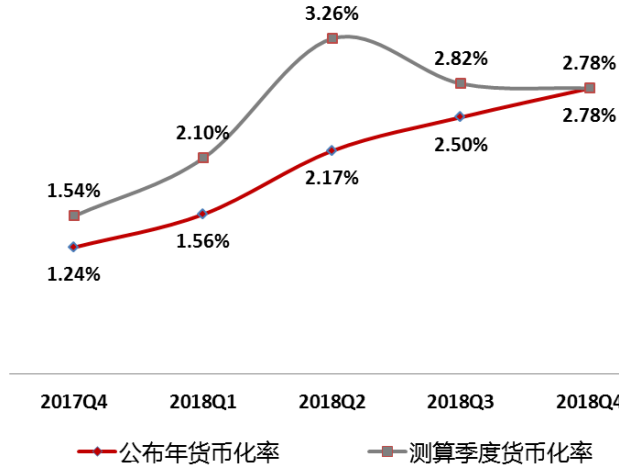
来源：公司公告 中泰证券研究所

图表 28: ARPU 持续提升，逐步缩小与阿里的差距



来源：公司公告 中泰证券研究所

图表 29: 测算季度货币化率下滑



来源：公司公告 中泰证券研究所

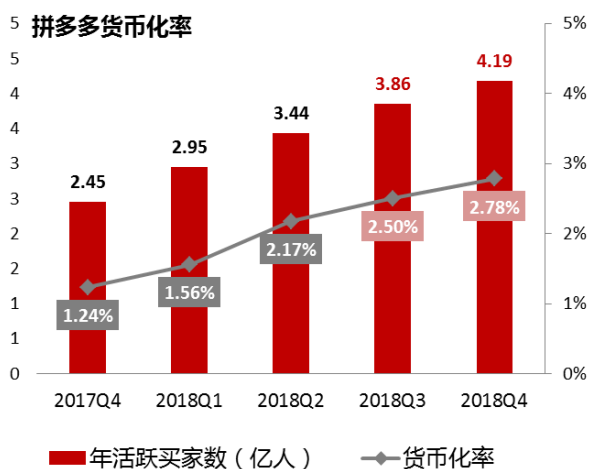
来源：公司公告 中泰证券研究所

来源：公司公告 中泰证券研究所

对标阿里，拼多多的货币化率提升空间有限

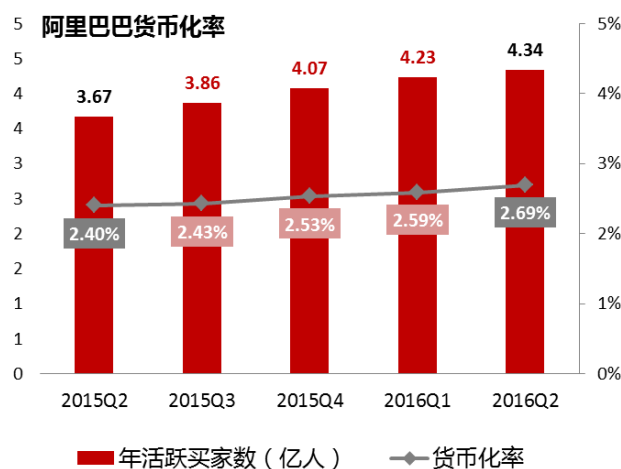
- **拼多多的货币化率确实在短期内实现了快速提升。**通过对比早期阿里的数据，我们观察到 2015Q3/2015Q4/2016Q1 阿里的年活跃买家数为 3.86/4.07/4.23 亿人，与拼多多 2018Q3/2018Q4 的用户体量相当，但阿里当时的年货币化率（年中国零售市场收入/年中国零售 GMV）低于拼多多当前货币化率。
- **阿里品牌化程度提高，货币化率大幅提升。**从阿里的发展轨迹来看拼多多未来货币化率的提升空间，我们发现阿里在 FY2017/FY2018 的货币化率达到 3.03%/3.66%，较之前有了大幅提升，主要是因为：（1）天猫 B2C 电商的 GMV 占比逐步提升至 44%，成为阿里巴巴中国零售市场 GMV 增长的主要驱动力，带来佣金收入同比增加（淘宝 0 佣金，天猫为 3%-6%），同时品牌商入驻也为阿里巴巴带来了支付意愿/支付能力更强的在线营销服务的目标用户，推动在线营销服务收入快速增长（2017Q2/2017Q3 同比增长 65%/58%）；（2）淘宝 2016 年开始大力推动品牌化，流量资源向销量高、服务好的淘品牌等优质商家倾斜，逐步改善淘宝早期商品质量层次不齐的刻板印象，也将主要精力放在对关键词搜索等服务有更高支付能力的大商家上，提升在线营销服务收入质量。

图表 30：拼多多年货币化率持续提升



来源：公司公告 中泰证券研究所

图表 31：活跃买家数相当时，阿里年货币化率略低



来源：公司公告 中泰证券研究所

- **拼多多目前已经开始对高质量商家提供流量倾斜和佣金优惠，短期货币化率提升速度将放缓。**长期来看，拼多多货币化率的提升分为两方面：
 - （1）佣金收入增长：**拼多多当前在线营销服务/佣金收入比重为 90%/10%，近期加大对优质商家的支持，主动降低佣金费率，预计未来将逐步回升并稳定在 0.6% 的水平，提升空间并不大。
 - （2）在线营销服务收入增长：**营销收入增长主要依赖于体量（GMV）和质量（用户参与度）的同步提升带来的广告转化率提高，以及高质量、大品牌商家（支付意愿/能力更强的营销服务用户）的增长。一方面，

拼多多已经启动“新品牌计划”，扶持优质厂家打造“拼品牌”。从淘宝的情况来看，淘品牌曾经风靡一时，在淘宝平台的销售额一度领先传统品牌。但随着传统品牌触电，淘品牌的品牌竞争力较弱，在短期的高热度后走向低迷。2018年双十一中，只有少量淘品牌仍然位列品类销售额前十，淘品牌产业的销售额和影响力都已大不如前，这或许可以为同样缺少线下载体的“拼品牌”的发展潜力提供一些参考。另一方面，拼多多开设品牌馆，加大传统品牌的引进力度，但“低价”标签和相对较差的平台形象使得拼多多在与天猫、京东等传统 B2C 电商的竞争中的优势大幅减弱。通过流量/佣金优惠吸引品牌商家入驻，在短期内可以增加 GMV、提升客单价、推动营销收入增长，但同时也会抵消掉部分货币化率的提升。我们预计，拼多多货币化率提升速度将显著放缓，2019 年或将小幅提升至 3% 左右。

图表 32: 开启新品牌计划, 扶持 1000 家拼工厂



来源: 拼多多 APP 中泰证券研究所

图表 33: 拼多多开设品牌馆, 引入知名品牌商家

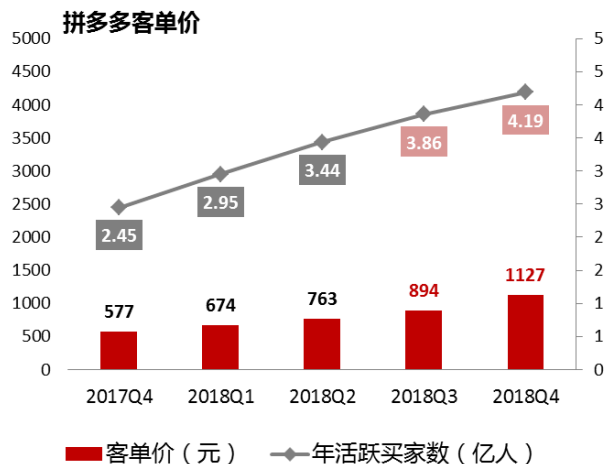


来源: 拼多多 APP 中泰证券研究所

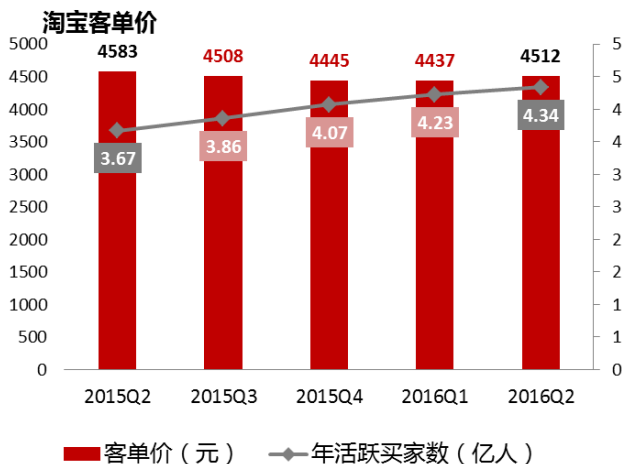
- 客单价低, 商家经营压力大, 提高货币化率将损害商家红利。2018 年拼多多客单价为 1,127 元, 仅为用户数量相当时期的淘宝的四分之一, 可见“低价”仍然是拼多多最重要的标签。据我们测算, 拼多多每单成交价格仅为 42 元, 以 3% 的平台货币化率作为拼多多的渠道成本, 拼多多商家总费用率为 13%-18%。大部分拼多多商家都是国内制造业中的长尾工厂, 毛利率水平低, 面临的经营压力已经较大, 难以支撑更高的渠道成本。从占比最高的长尾商家角度来看, 拼多多货币化率提升的空间有限, 如果在提高货币化率上更加激进, 淘宝商家外溢红利和拼多多平台商家基础都将受损。

图表 34: 拼多多客单价仍然较低

图表 35: 活跃买家数相当时淘宝客单价约为拼多多 4 倍



来源: 公司公告 中泰证券研究所



来源: 公司公告 中泰证券研究所

图表 36: 工业制造企业毛利率情况 (分品类, 2018 年 11 月更新数据)



来源: Wind 中泰证券研究所

图表 37: 当前拼多多商家面临的整体经营成本估算

每单价格	42元 (=2018年GMV/总订单量)
物流成本	最低2-4元/单 (2017年申通单件快递成本2.77元, 韵达单件快递成本1.67元)
估算物流费用率	5%-10%
估算人工费用率 (管理/销售等)	5%
估算渠道费用率 (佣金/流量)	3% (佣金0.6%, 流量2.5%)
估算加总费用率	13%-18%

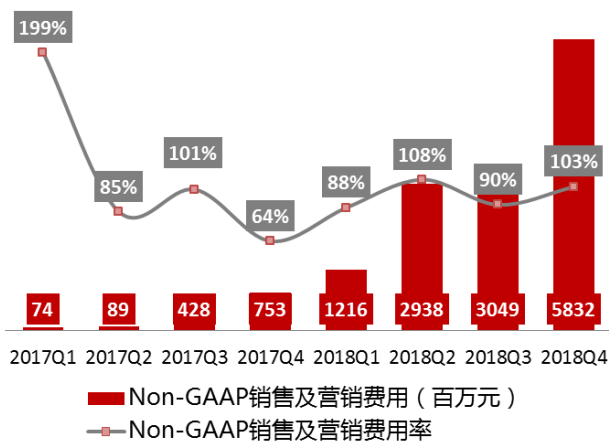
来源: 公司公告 中泰证券研究所

营销费用激增, 经营压力加剧

- **营销费率居高不下, 获客成本快速攀升。**2018Q4, 拼多多推行了新品牌计划, 同时为品牌馆内的品牌商家提供了大量销售补贴, 直接造成四季度营销费用激增至 60.24 亿元, 同比增长 699%; 二季度、四季度等销售旺季的 Non-GAAP 营销费率超过 100%, 平台营收已经难以覆盖销售及营销成本。在激进的营销投入下, 2018Q4 测算得到的拼多多获客成本快速攀升至 183 元/人, 同期阿里获客成本为 346 元/人, 由于阿里的营销费用包括阿里云、文娱集团、盒马鲜生等非电商业务的投入, 我们判断阿里电商平台的实际获客成本与拼多多之间的差距已经大幅缩小, 拼多多的流量成本优势逐渐减弱。

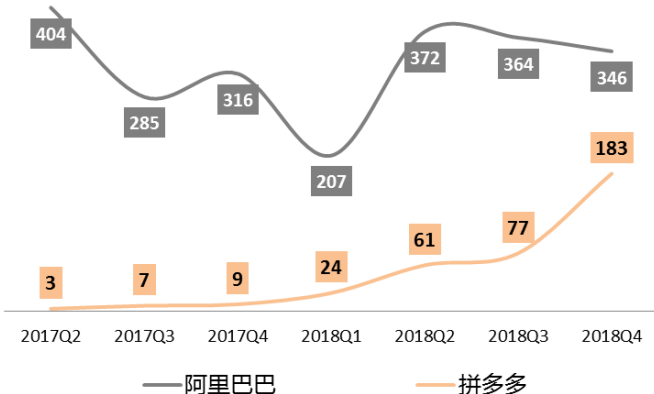
图表 38: 营销费用激增, 营销费率居高不下

图表 39: 拼多多获客成本快速攀升



来源：公司公告 中泰证券研究所

获客成本 (元) = 当期营销费 / 活跃买家增量

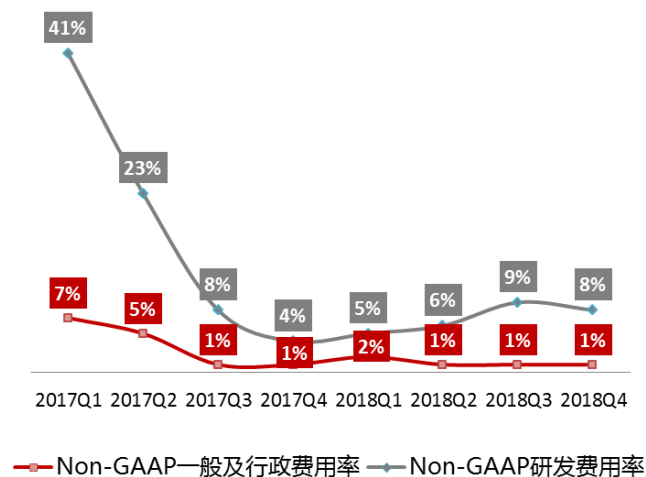


来源：公司公告 中泰证券研究所

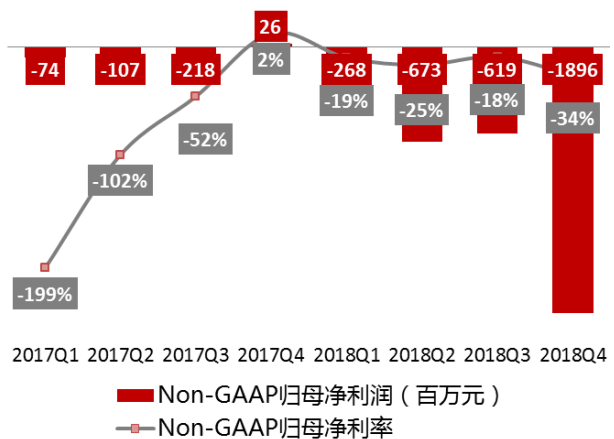
- **净亏损大幅增加，经营压力加剧。**排除股权激励费用后，拼多多 Non-GAAP 管理和研发费用率逐步优化，但销售费用走高带来净亏损大幅增加，预计短期内拼多多以高额补贴换取销售规模的思路不会改变，财务压力将进一步加剧。

图表 40: Non-GAAP 管理和研发费用率保持平稳

图表 41: 拼多多净亏损加剧



来源：公司公告 中泰证券研究所



来源：公司公告 中泰证券研究所

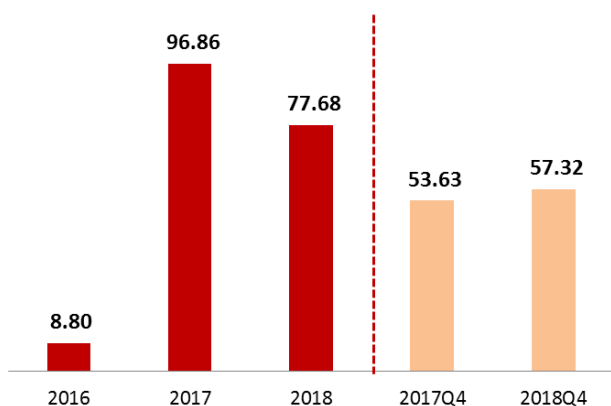
现金流保持稳健，为业务发展提供充足弹药

- **经营现金流保持稳健，融资现金流提供充足弹药。**拼多多 2018 年经营性现金流保持稳健水平，可以满足正常运转和规模扩张的需求。2018 年赴美 IPO 成功，筹资性现金流达 173.44 亿元。截至 2018 年底，拼多多现金、现金等价物及限制性现金达到 305.40 亿元。2019 年拼多多启动美股后续发行 (FPO)，将最终募集 10-12 亿美元资金，为“农产品上行”、“新品牌计划”等新商业基础设施建设技术研发项目等提供充足的资金支持。我们预计，拼多多将暂缓货币化率提升、推迟对平台商家的收割，未来仍将依赖融资行为满足自身发展的资金需求。

图表 42: 经营性净现金流保持稳健

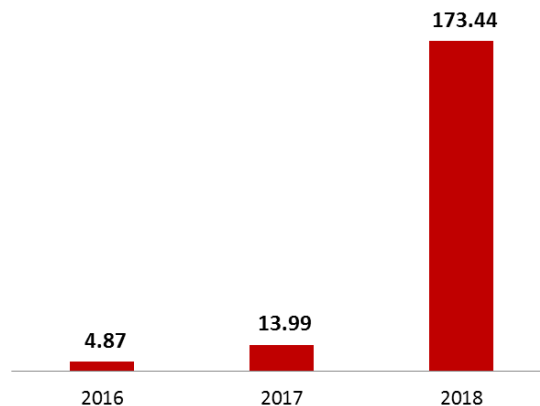
图表 43: 筹资性净现金流提供充足弹药

经营性净现金流 (亿元)



来源: 公司公告 中泰证券研究所

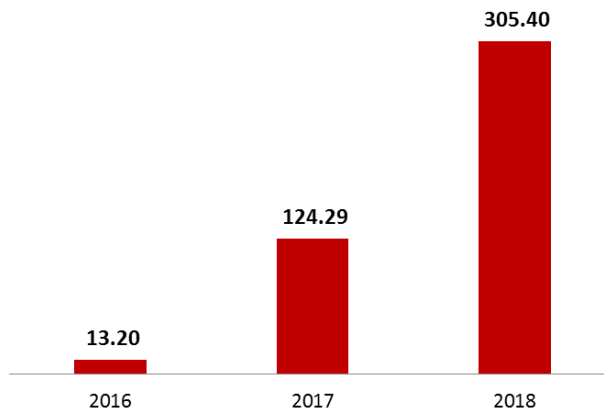
筹资性净现金流 (亿元)



来源: 公司公告 中泰证券研究所

图表 44: 现金弹药充足, 可支撑业务发展

期末现金及现金等价物及限制性现金 (亿元)



来源: 公司公告 中泰证券研究所

业务模式较单一, 竞争壁垒较低, 支撑高估值的难度较大

对标阿里, 估值想象空间较小

- 拼多多业务模式较为单一, 缺乏物流、线下等竞争壁垒, 较难支撑高估值水平。拼多多流量获取高度依赖微信, 在竞争对手纷纷投资新零售、开拓新流量入口之际, 拼多多缺少线下布局和物流、金融等供应链配套基础设施, 只能通过高昂的广告投放来建立起品牌知名度, 以高频补贴、促销优惠提升商家和消费者的参与度, 希望能快速建立起规模壁垒。然而, 搜索流量红利见顶, 社交流量开发近半, 纯电商模式的用户争夺已进入生死存亡阶段, 依托高额营销投入带来用户增长的边际效益在持续减少, 过分看重营销的发展模式或将带来较大的经营风险。

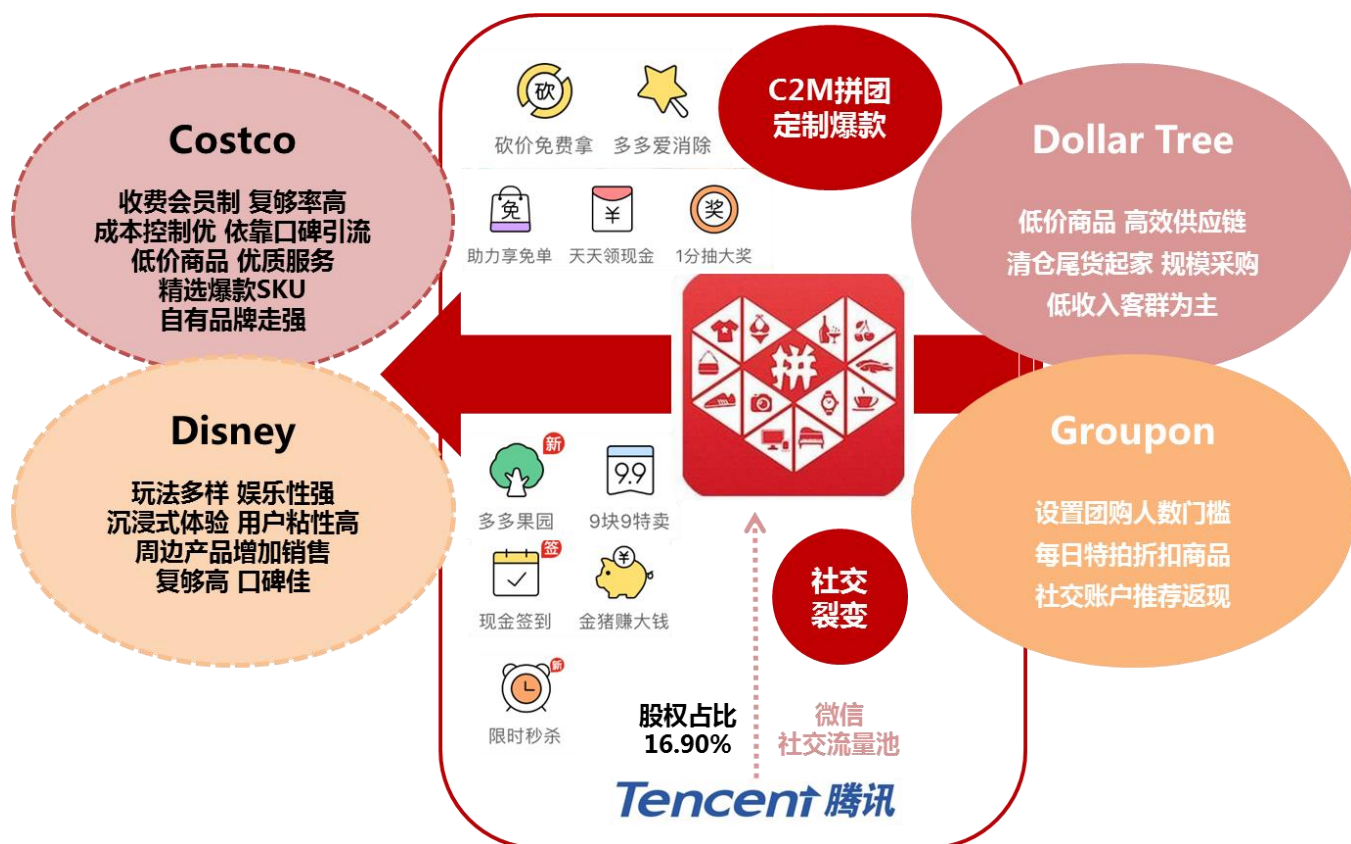
图表 45: 拼多多主要财务数据预测

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
GMV (亿元)	1412	4716	9054	12815	16002
yoy		234%	92%	42%	25%
年货币化率	1.24%	2.78%	3.07%	3.18%	3.22%
营业收入 (亿元)	17.44	131.20	278.13	407.79	515.59
yoy		652%	112%	47%	26%
Non-GAAP净利润 (亿元)	-5.25	-102.17	-68.46	-56.31	4.04
yoy		-1846%	33%	18%	107%
Non-GAAP净利率	-30%	-78%	-25%	-14%	1%

来源：公司公告 中泰证券研究所

- 截至 2019 年 5 月 9 日美股收盘，阿里 PS (TTM) 为 9.15。由于阿里的估值中包含了新零售、菜鸟、国际化、云计算、数媒娱乐等多项仍处于亏损状态的业务，预计核心营销业务的 PS 估值水平应该更高。对标阿里，给予拼多多 1.2-1.6 倍估值折价，预计拼多多的合理 PS 估值为 10.98-14.64 倍，取 6.7 作为固定汇率，预计 2019 年市值为 228-285 亿美元。

图表 46: 拼多多业务模式较为单一，缺乏坚实的竞争壁垒



来源：中泰证券研究所

图表 47: 对标阿里，拼多多的估值想象空间较小



来源：中泰证券研究所

风险提示事件

- (1) 社交流量红利见顶，电商平台用户增长停滞，营收增速大幅放缓；
- (2) 低价拼团业务模式单一，平台形象不佳，客单价难以提升；
- (3) 缺少物流、金融等竞争壁垒，估值想象空间小，市场情绪变化容易带来较大的估值波动。

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。

重要声明:

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户, 不构成客户私人咨询建议。

市场有风险, 投资需谨慎。在任何情况下, 本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在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。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“中泰证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。