

## 互联网研究系列之拼多多 (PDD)

# 拼多多：一个基本盘两种可能性，C2M 是最大机会

2019年3月30日

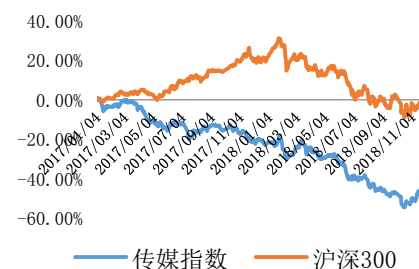
### 投资要点

- **用户需求的差异化和传播场景的不断进化决定了电商领域很难有所谓的终局形态。**新型电商平台规模化的背后一定是其平台特性更好地满足了部分用户的部分需求。拼多多的崛起源于 (1) 供给端上，阿里平台升级、打击假冒伪劣迫使低端商家需要寻找新的流量平台。需求端上，低线城市价格敏感人群规模化触网。供需两端形成无缝共振；(2) 充分挖掘了微信这一超级场景，并利用微信特点践行了有效的增长策略，主要增长策略包括困拼和激励等。
- **巨人挡道，阿里是拼多多进化之路上无法回避的对手。**对于一个致力于成为综合型电商平台的公司来说，双边网络模型中自我维持的增长过程会遇到比理想环境多得多的困难。这种困难可能出现在 B 端扩品类上面，可能出现在 C 端扩用户上，也有可能两者皆有且互为负向循环。对于先发者，需要通过持续创新来进行破壁。对于追赶者，可以享受到先发者已经搭建好的基础设施，但难免遭遇先发者强劲的俯视打击。拼多多与阿里的博弈和对抗将是未来中国电商战场主要看点之一。
- **进化中的拼多多，一个基本盘和两种可能性。**一个基本盘：能否锁住现有用户被满足的需求（用户粘性问题，减少优惠券后用户留存情况，如何面对阿里下沉带来的竞争压力）；两种可能性：能否充分挖掘既有用户更加丰富和更加品质化的购物需求（平台升级问题，从农产品、FMCG 向其他品类延伸）；能否抢夺已经被阿里、京东满足的用户需求（比起前者，难度更大）。
- **用户获取成本是观察拼多多商业模式有效性和成长性最核心的指标之一。**2018 第四季度，拼多多用户获取成本飙升至 177 元。快速飙升的用户获取成本一方面对拼多多盈利能力和现金流状况形成了显著拖累。但更令资本市场隐忧的是当前形态拼多多可能面临的用户张力问题。考虑到 2018 第四季度有“双十一”、高价值品类补贴等特殊因素存在，2019 第一季度，营销费用对新增用户的拉动将是最主要的经营看点。
- **反向定制是拼多多最可行进化方向，也是最大机会。**电商对零售的重构已经走到供应链环节。现有 B2C 模式下，商家主要基于过往经验或数据进行市场预判。产出和需求一旦出现不匹配，便会降低库存周转率，进而影响商家经营效率。C2M 模式下，商家可以知道消费者的具体需求并协助商家生产、制造相应的产品，通过市场需求迅速改变供应链，提升生产效率。较之淘宝，拼多多在产品基因上更适合推进反向定制。淘宝以搜索为核心，推送为辅助，侧重于满足长尾个性化需求。而拼多多诞生伊始就走的商品推送，爆款带量模式。比起淘宝，拼多多能够更加高效地聚集离散的用户需求，通过集合的形式反馈给商家，重塑商家供给模式和供给周期。
- **风险提示：**宏观经济下行风险；获客成本快速上升；假货问题；品牌形象提升不及预期；品类扩张受阻；

证券分析师 张良卫  
 执业证号：S0600516070001  
 联系电话：021-60199740  
[zhanglw@dwzq.com.cn](mailto:zhanglw@dwzq.com.cn)

证券分析师 李磊  
 执业证号：S0600519010001  
[lilei@dwzq.com.cn](mailto:lilei@dwzq.com.cn)

### 行业走势



### 相关研究

## 内容目录

<b>1. 拼多多基本介绍</b> .....	<b>4</b>
1.1. 拼多多发展简史 .....	4
1.2. 拼多多股权结构 .....	4
<b>2. 拼多多主要经营指标：用户、GMV、收入、盈利能力</b> .....	<b>5</b>
2.1. 用户端：超高速增长，规模已达电商第二 .....	5
2.2. GMV：超高速增长，人均年 GMV1127 元 .....	5
2.3. 货币化：2018 年货币化率为 2.8% .....	6
2.4. 盈利能力：销售费用拖累盈利能力 .....	7
<b>3. 拼多多崛起：供需完美共振，有效挖掘微信这一超级场景</b> .....	<b>8</b>
3.1. 供给端：阿里、京东平台升级迫使低端卖家需要寻找新的流量来源 .....	8
3.2. 需求端：完美契合低线城市购物需求，与供给端形成共振 .....	8
3.3. 微信是供需共振的基础，社交属性放大振幅 .....	9
3.4. 充分挖掘微信场景，行之有效的增长策略 .....	10
3.4.1. 用户获取 (Acquisition) .....	11
3.4.2. 提高用户活跃度(Activation) .....	11
3.4.3. 提高留存率(Retention) .....	12
3.4.4. 创收(Revenue) .....	12
3.4.5. 自传播(Refer) .....	13
<b>4. 电商：难言终局的残酷战场</b> .....	<b>13</b>
4.1. 差异化的需求和快速迭代的传播环境，电商战役难言终局 .....	13
4.2. 回眸：阿里对京东的遏制 .....	14
4.3. 快速崛起的拼多多，势必遭遇阿里、京东更加激烈的对抗 .....	15
<b>5. 拼多多的一个基本盘，两个可能</b> .....	<b>16</b>
5.1. 一个基本盘：用户有机粘性较高，低营销效率可能拖累稳态利润率 .....	16
5.2. 两个可能：品牌馆是平台升级一次不算成功的尝试 .....	18
5.3. 两个可能：用户获取成本是拼多多潜力最关键的检阅指标 .....	19
<b>6. 反向定制是最可行的进化方向，也是最大机会</b> .....	<b>20</b>
6.1. 拼多多产品基因更适合 C2M 转型 .....	20
6.2. C2M 之“多多果园” .....	21
6.3. C2M 之“拼工厂” .....	22
<b>7. 风险提示</b> .....	<b>23</b>

## 图表目录

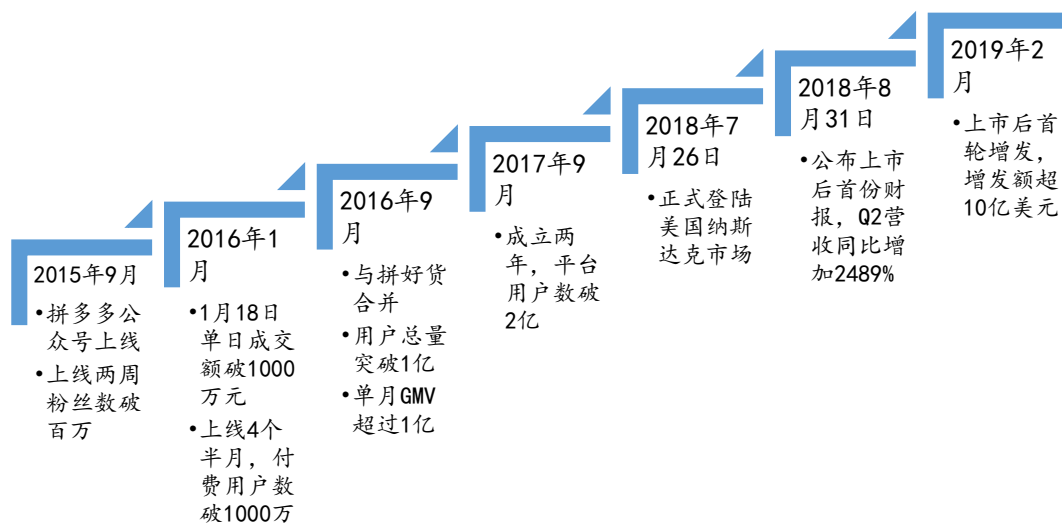
图表 1: 拼多多发展简史 .....	4
图表 2: 拼多多持股比例 .....	4
图表 3: 拼多多移动端 MAU 数量 (万) .....	5
图表 4: 拼多多年度活跃买家数量 (亿) .....	5
图表 5: 拼多多 GMV 情况 (亿元, LTM) .....	6
图表 6: 拼多多人均 GMV (元、LTM) .....	6
图表 7: 拼多多货币化产品 .....	6
图表 8: 拼多多主要收入来源为在线营销业务 .....	7
图表 9: 拼多多货币化率 .....	7
图表 10: 阿里巴巴货币化率 .....	7
图表 11: 拼多多毛利率、净利率 .....	8
图表 12: 拼多多销售费用率、管理费用率 .....	8
图表 13: 主要电商用户在各线城市分布 .....	9
图表 14: 拼多多用户收入构成 .....	9
图表 15: 2018 年 10 月 APP 用户年龄 .....	9
图表 16: 网民数量、微信用户数量、阿里用户数量 .....	10
图表 17: 2018 年 12 月小程序 MAU (万) .....	10
图表 18: 拼多多购物流程 .....	10
图表 19: 拼多多 APP 运营指标 .....	13
图表 20: 双边网络效应 .....	14
图表 21: 双边网络先发者、追赶者成长轨迹 .....	15
图表 22: 现实世界的双边网络 .....	15
图表 23: 拼多多、手机淘宝、京东用户重合率 .....	15
图表 24: 电商平台 7 日留存率 .....	16
图表 25: 电商平台忠诚度 .....	16
图表 26: 各大电商平台日均使用次数 .....	17
图表 27: 各大电商平台日均使用时长 (分钟) .....	17
图表 28: 拼多多, 阿里毛利率 .....	17
图表 29: 拼多多、阿里营销效率 (元) .....	17
图表 30: 拼多多人均 GMV (LTM) .....	18
图表 31: 2018 年阿里、京东、拼多多人均 GMV .....	18
图表 32: 拼多多上线品牌馆 .....	19
图表 33: 匡威品牌馆 .....	19
图表 34: 阿里、京东、拼多多季度新增买家 (亿) .....	20
图表 35: 阿里、京东、拼多多用户获取成本 (元) .....	20
图表 36: C2M 模式下供需模型将被重塑 .....	20
图表 37: 多多果园 .....	21
图表 38: 拼多多“新品牌计划” .....	22
图表 39: “拼工厂” 举例 .....	22

## 1. 拼多多基本介绍

### 1.1. 拼多多发展简史

2015年9月，拼多多正式创立，作为一家“新电子商务平台”，拼多多通过低价“拼团”的方式得到快速关注，两周粉丝即破百万。创立之后，平台快速发展，运营数据亮眼。2016年9月平台用户数破1亿，2017年9月用户数破2亿，2018年6月用户数破3亿。2016年9月拼多多与拼好货合并，自营业务逐步取消。2018年7月，成立不到3年的拼多多在美国纳斯达克挂牌上市。

图表 1: 拼多多发展简史



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

### 1.2. 拼多多股权结构

拼多多由黄峥创立，天使投资人包括丁磊、孙彤宇、段永平等，并先后获得高榕资本、腾讯、红杉资本投资。在股权结构方面，拼多多实行“同股不同权”的A/B股结构，A类股每股1票投票权，B类股每股10票投票权。截止2019年2月5日，拼多多联合创始人、董事长兼CEO黄峥持有45.1%的股份，腾讯持有17.1%的股份，高榕资本和红杉资本分别持有8.5%和7.3%股份。

图表 2: 拼多多持股比例

	持股比例	投票权
黄峥	45.1%	89.1%
腾讯	17.1%	3.4%
高榕资本	8.5%	1.7%
红杉资本	7.3%	1.4%
其他	22%	4.4%

资料来源：公司公告，东吴证券研究所

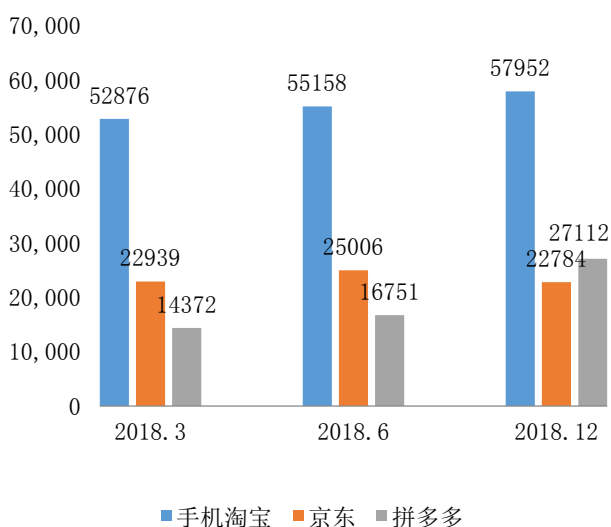
## 2. 拼多多主要经营指标：用户、GMV、收入、盈利能力

### 2.1. 用户端：超高速增长，规模已达电商第二

拼多多活跃买家数量、MAU 均呈现超高速增长。2017Q1，拼多多年度活跃买家数量约为 6700 万。2018Q4，拼多多年度活跃买家数量达到 4.19 亿，超越京东（3.05 亿），仅次于阿里（6.35 亿），用户基数位列电商行业第二。

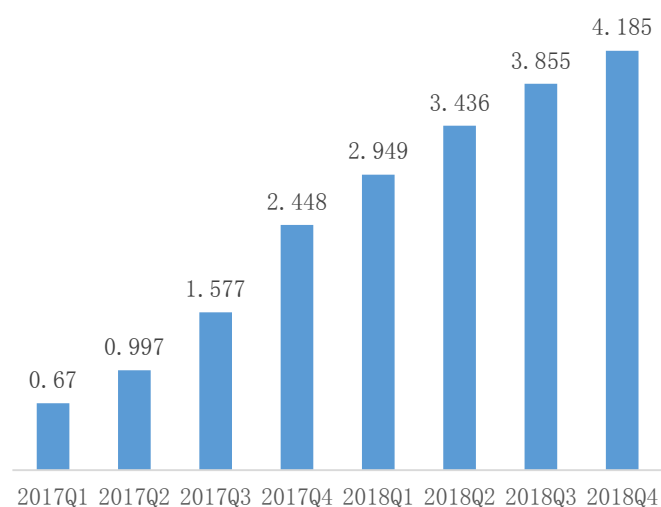
根据 Questmobile 的数据显示，2018 年 12 月，拼多多 MAU 达到 2.71 亿，超越京东（2.28 亿），仅次于阿里（5.80 亿），位列电商行业第二。

图表 3：拼多多移动端 MAU 数量（万）



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

图表 4：拼多多年度活跃买家数量（亿）

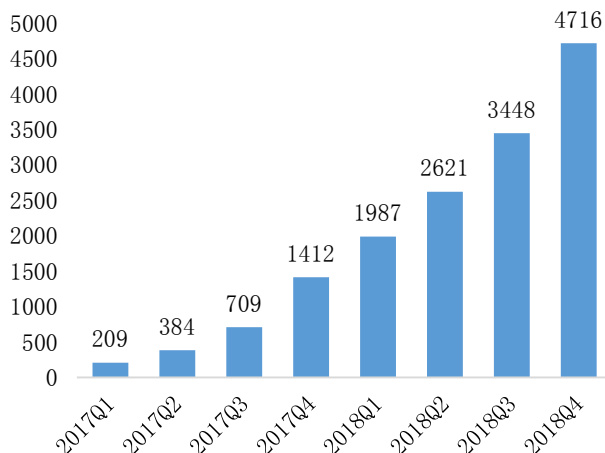


资料来源：公司公告，东吴证券研究所

### 2.2. GMV：超高速增长，人均年 GMV1127 元

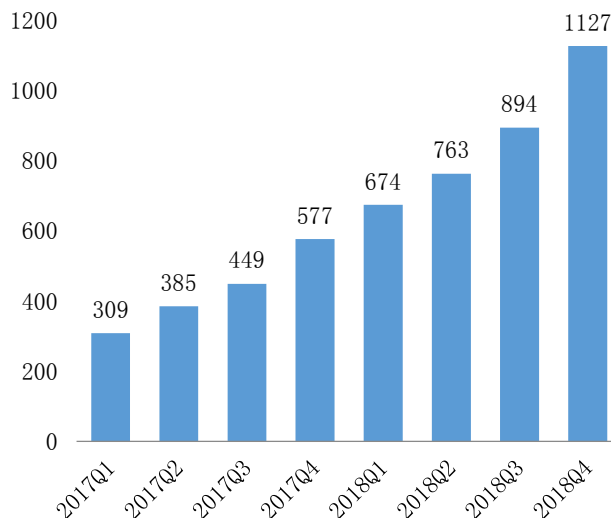
用户数量快速增长的同时，GMV 更是呈现出爆发式增长。2018 年，拼多多 GMV 达到 4716 亿，人均 GMV 达到 1127 元。

图表 5: 拼多多 GMV 情况 (亿元, LTM)



资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图表 6: 拼多多人均 GMV (元, LTM)



资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所

### 2.3. 货币化: 2018 年货币化率为 2.8%

2015 至 2017Q1, 拼多多采用“平台+自营”的模式, 自营业务贡献绝大部分营收。2017Q1 之后, 拼多多放弃自营业务, 专注于第三方电商平台。拼多多收入分为在线营销服务和交易佣金。在线营销服务包括商家竞价购买广告展位、搜索关键词等。交易佣金指商家向第三方支付提供商支付的 0.6% 手续费。

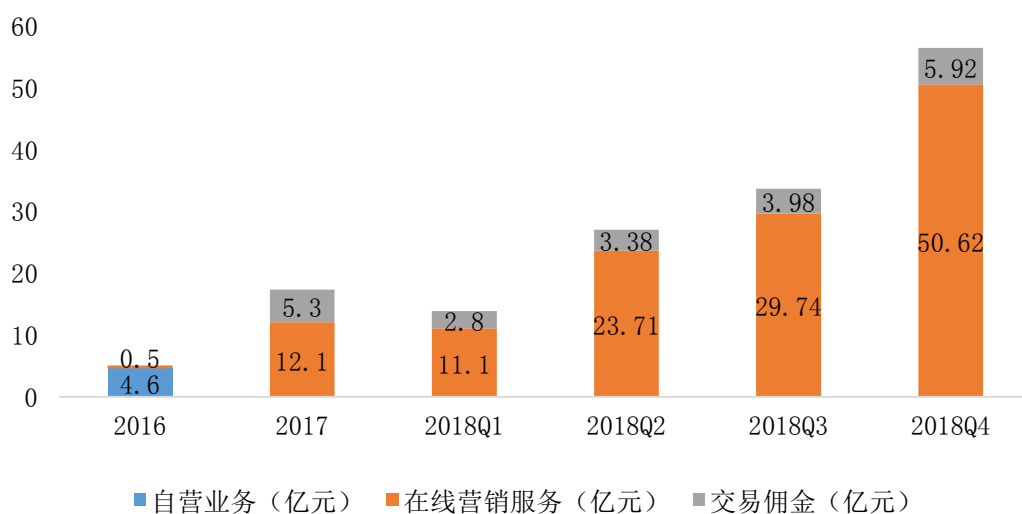
图表 7: 拼多多货币化产品

业务板块		盈利模式	
在线 市场 服务	在线营销服务	搜索推广	卖家对与产品列表相匹配的关键词竞价
		广告投放	以 banners、links 和 logos 作为投放形式。 通过在线招标系统确定投放位置和价格。
	佣金服务	从商户处获得佣金。一般为商户销售商品价值的 0.6%。	
商品直销		“拼好货”商品直销模式 (新鲜农产品和其他易腐产品) 由供应商经“拼好货”直售。(17 年 Q1 后中止)	

资料来源: 招股说明书, 东吴证券研究所



图表 8：拼多多主要收入来源为在线营销业务

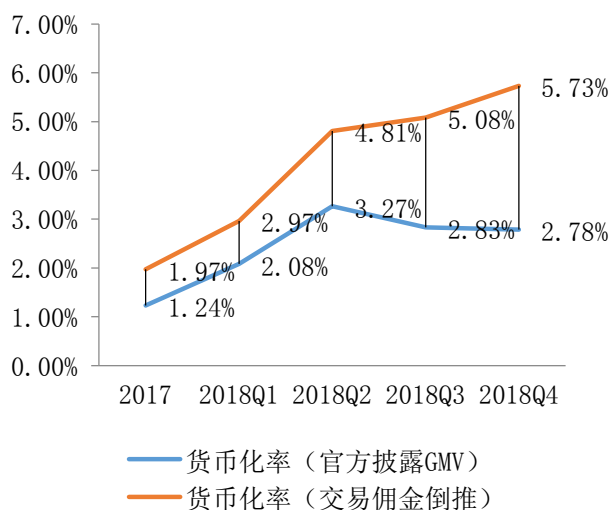


资料来源：招股说明书，公司财报，东吴证券研究所

2017Q1 至 2018Q4，拼多多单季度收入从 0.3 亿增至 56.54 亿。2018 年，拼多多电商平台货币化率达到 2.8%，略低于阿里 2018 财年（2017Q2-2018Q1）淘宝+天猫整体货币化率（3.66%），远低于天猫货币化率（假设阿里广告收入均由天猫商户贡献，天猫货币化率达到 8.28%）。

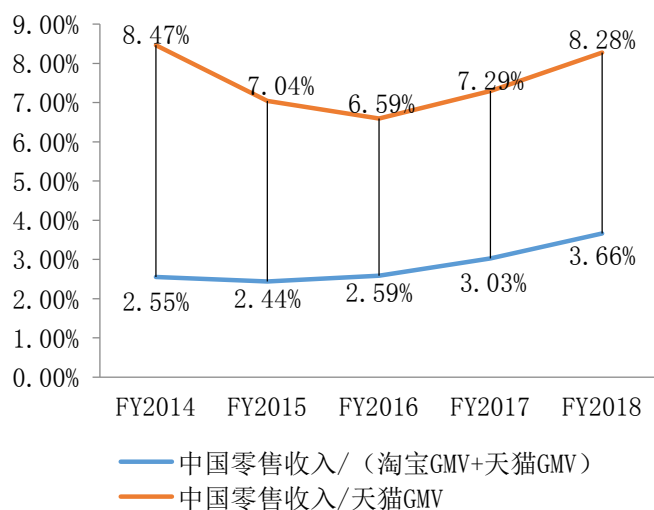
需要强调的是，由于拼多多 GMV 统计口径中包括未实际销售的订单，商户流量成本存在被低估的情况。若以拼多多佣金收入倒推的 GMV 作为分母，拼多多实际佣金率介于 2.8% 至 5.7% 之间。

图表 9：拼多多货币化率



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

图表 10：阿里巴巴货币化率

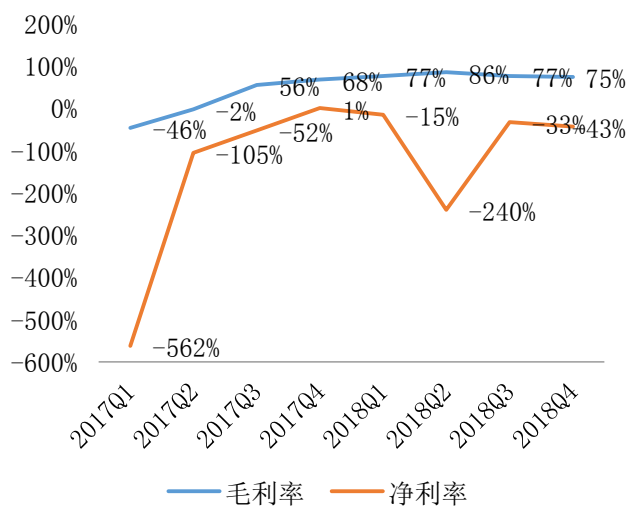


资料来源：公司公告，东吴证券研究所

## 2.4. 盈利能力：销售费用拖累盈利能力

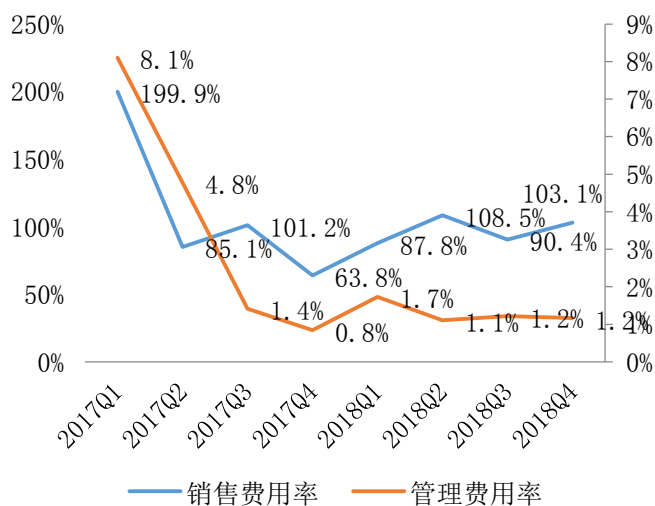
2018年Q1-Q4，拼多多毛利率稳定在75%以上，亏损原因主要系拼多多品牌广告投入较大，销售费用率较高所致。我们认为，虽然公司仍未盈利，但高销售费用带来的亏损可以理解为公司战略性亏损，战略亏损的有效性取决于营销成本对于留存和拉新实际效果。

图表 11：拼多多毛利率、净利率



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

图表 12：拼多多销售费用率、管理费用率



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

### 3. 拼多多崛起：供需完美共振，有效挖掘微信这一超级场景

用户需求的差异化和传播场景的不断迭代决定了电商领域很难有所谓的终局形态。新型电商平台规模化的背后一定是比起现有玩家，其平台特性更好地满足了部分用户的部分需求。我们认为，拼多多的崛起有赖于（1）供需两端的天时地利人和；（2）充分挖掘了微信这个超大流量场景，并利用微信特点践行了有效的增长策略。

#### 3.1. 供给端：阿里、京东平台升级迫使低端卖家需要寻找新的流量来源

阿里和京东代表了两种不同的电商模式。作为挑战者姿态的京东一度通过更好的物流体验和正品化形象对阿里造成了比较大的困扰。为了迎接京东正面挑战，阿里在战略投资苏宁直接进攻京东强势品类 3C、家电的同时，向上品牌升级，资源大举向天猫倾斜。另一方面，阿里加大了打击假冒伪劣的力度，迫使大量低端商家寻找新的流量来源。拼多多等电商平台恰好有效承接了这一部分商家供给。

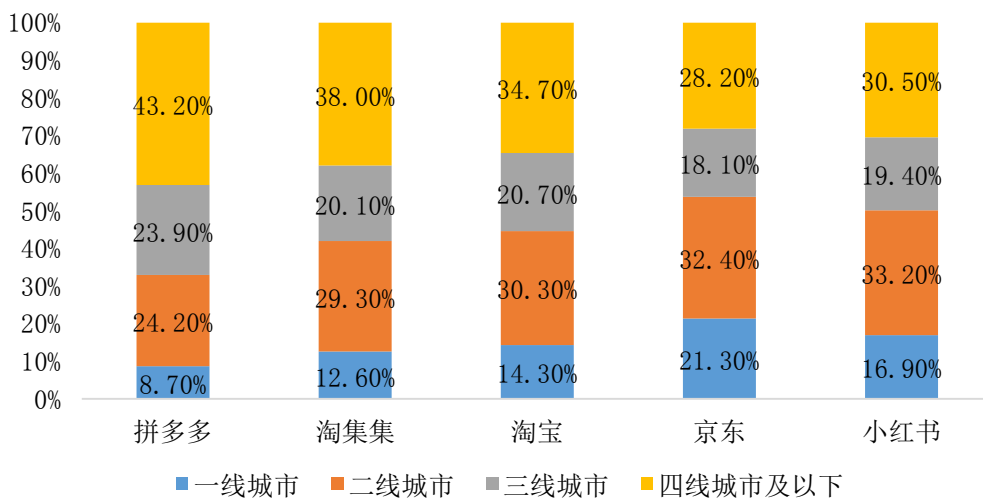
#### 3.2. 需求端：完美契合低线城市购物需求，与供给端形成共振

与淘宝、京东、小红书等电商相比，拼多多用户画像(尤其早期)呈现出三个典型特点：（1）三线、四线及以下的用户占比更高；（2）收入水平更低；（3）中老年人占比更高。拼多多早期典型用户主要特征有“时间成本低，质量诉求低、对价格敏感、热衷于



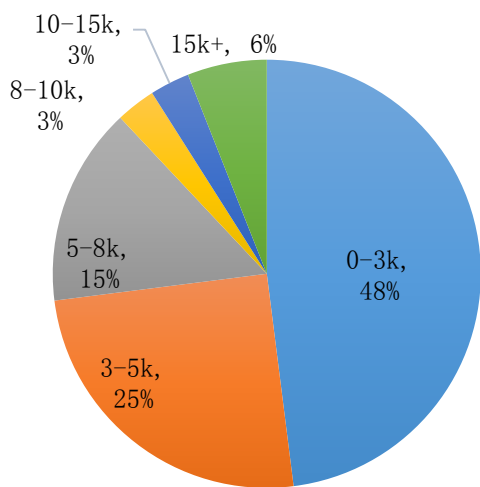
占便宜”。这种购物需求完美地和在淘宝被边缘化的低端商户急迫寻找新流量平台的供给端形势形成完美共振。可以说，需求和供给同步共振是拼多多的商业合理性的基础。

图表 13: 主要电商用户在各线城市分布



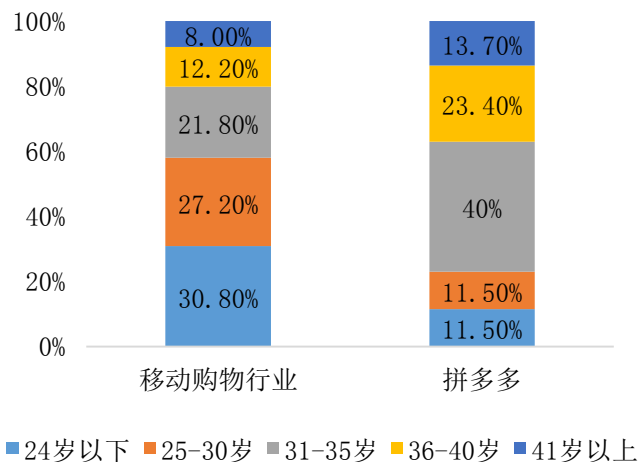
资料来源: Questmobile, 东吴证券研究所

图表 14: 拼多多用户收入构成



资料来源: Questmobile, 东吴证券研究所

图表 15: 2018 年 10 月 APP 用户年龄

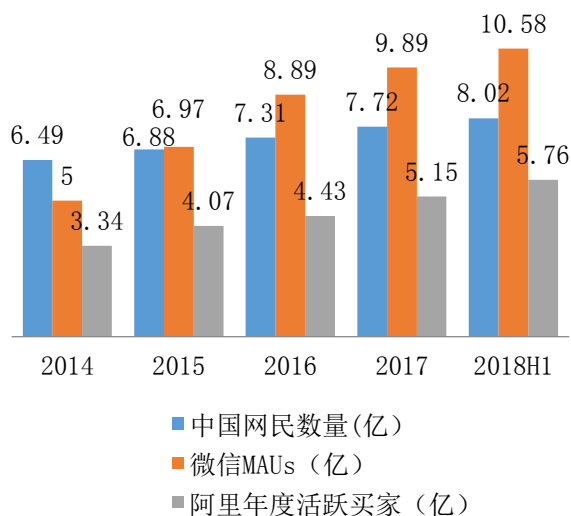


资料来源: Questmobile, 东吴证券研究所

### 3.3. 微信是供需共振的基础，社交属性放大振幅

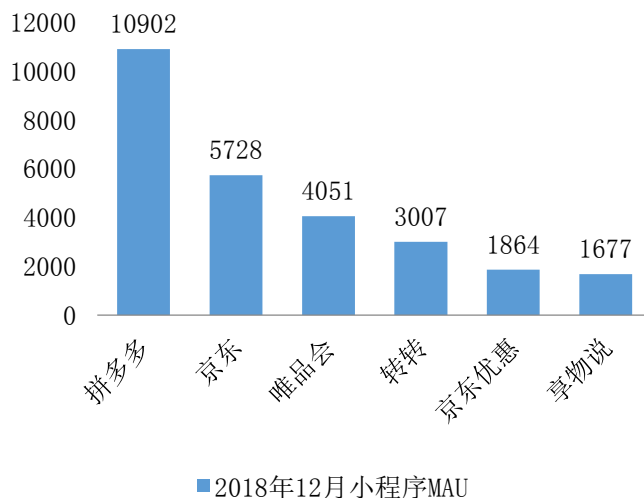
供给和需求共振是客观存在的历史背景，拼多多胜出的关键则源于其更好的挖掘了微信这个超级场景。一方面，微信几乎实现了全网民覆盖，触角远超阿里。2015 年，微信 MAU 达到 6.97 亿，而阿里年度活跃买家仅为 4.07 亿（截止 2018 年 6 月，阿里年度活跃买家达到 5.76 亿，中国网民规模达到 8.02 亿，即意味着有超过 2 亿微信用户并不是阿里用户）。另一方面，拼多多通过拼团、砍价等运营手段在微信环境中实现了用户的社交裂变，迅速且低价地获取大量用户。

图表 16: 网民数量、微信用户数量、阿里用户数量



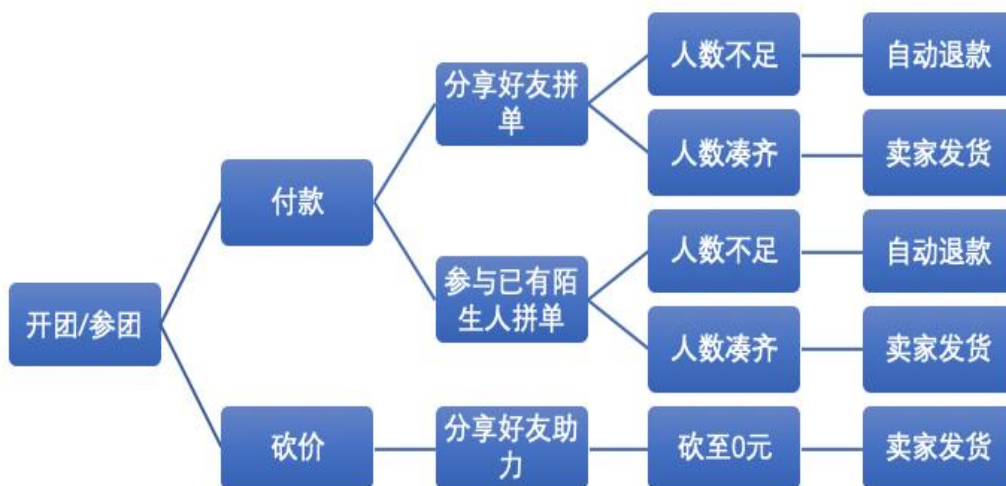
资料来源: cnnic, 公司公告, 东吴证券研究所

图表 17: 2018 年 12 月小程序 MAU (万)



资料来源: Questmobile, 东吴证券研究所

图表 18: 拼多多购物流程



资料来源: 东吴证券研究所整理

### 3.4. 充分挖掘微信场景，行之有效的增长策略

微信环境是既定的，更能拉动获客、更能挖掘用户需求的产品设计同样是拼多多成功路上不可或缺的一环。拼多多在产品设计上拥有诸多值得称道的地方，我们可以通过 AARRR 分析窥探一二。

图表 19: AARRR 用户增长模型



资料来源: 百度百科, 东吴证券研究所整理

### 3.4.1. 用户获取 (Acquisition)

微信社交裂变: 依靠好友及群组扩散, 最少两人即可成团。不强制用户进 APP 拼单但下载使用 APP 会有更大优惠力度。

预装及广告: 拼多多与国产厂商合作进行软件预装、且大举赞助综艺节目, 推广拼多多电商平台。

图表 23: 拼多多综艺节目赞助



资料来源: 百度新闻, 东吴证券研究所

### 3.4.2. 提高用户活跃度(Activation)

作为新兴的社交电商平台, 拼多多不像传统社交软件一样要求在用户打开软件之后立即进行注册登录, 而是用首页的低价刷屏和新手优惠提示让用户产生消费欲望, 再让其自发地登录。

图表 24: 拼多多 app 首页



资料来源: 拼多多 APP, 东吴证券研究所

图表 25: 拼多多新人专享礼包



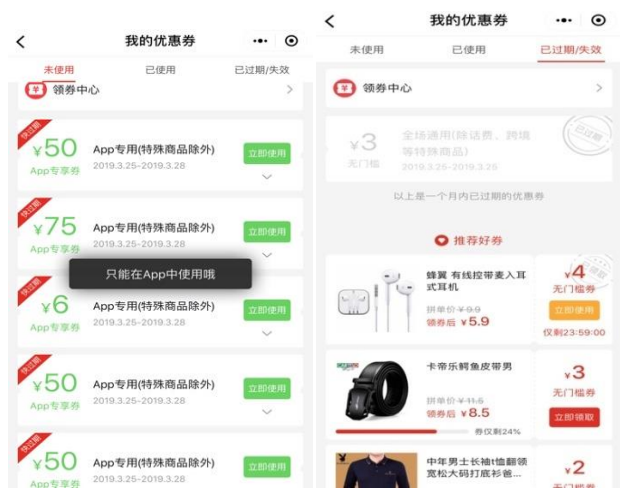
资料来源: 拼多多 APP, 东吴证券研究所

### 3.4.3. 提高留存率(Retention)

为提高用户留存率, 拼多多在微信入口进行公众号推送, 并通过更大优惠的方法引导小程序向 APP 端转移。而在 APP 中, 拼多多则以商品限时优惠、包月优惠服务、及签到红包等形式来触发用户的高频率使用。

图表 27: 拼多多微信小程序对用户 app 下载的引导

图表 28: 拼多多商品限时优惠



资料来源: 拼多多 APP, 东吴证券研究所



资料来源: 拼多多 APP, 东吴证券研究所

### 3.4.4. 创收(Revenue)

拼多多 APP 引导用户冲动消费。拼多多 APP 不设“购物车”功能, 在限时优惠/累计红包的场景下, 用户短时间内下单的可能性大大提高。



图表 23: 拼多多限时优惠券抢购



资料来源: 拼多多 APP, 东吴证券研究所

### 3.4.5. 自传播(Refer)

拼多多的自传播机制是, 从其获取用户阶段就开始引导用户分享。价格敏感群体之间高传播性, 红包、砍价、累进拼团优惠都在引导着用户自发传播。整个 AARRR 模型在自传播环节实现往复循环, 从而驱动拼多多近三年快速增长。根据 Questmobile 的数据显示, 2018 年 11 月, 拼多多新安装用户 30 日留存率从去年同期的 17.5% 提升至 28.7%。

图表 19: 拼多多 APP 运营指标

指标	2017-11	2018-11	同比增长率
月日均活跃用户数	5030.4	10243.6	103.6%
月活跃用户数	15086.1	25651.0	70%
下载用户数	4953.2	5343.7	7.9%
新安装用户数	3547.7	3604.0	1.6%
新安装活跃用户数	2342.8	2430.4	3.7%
新安装用户 30 日留存率	17.5%	28.7%	11.2% (净增)

资料来源: Questmoible, 东吴证券研究所

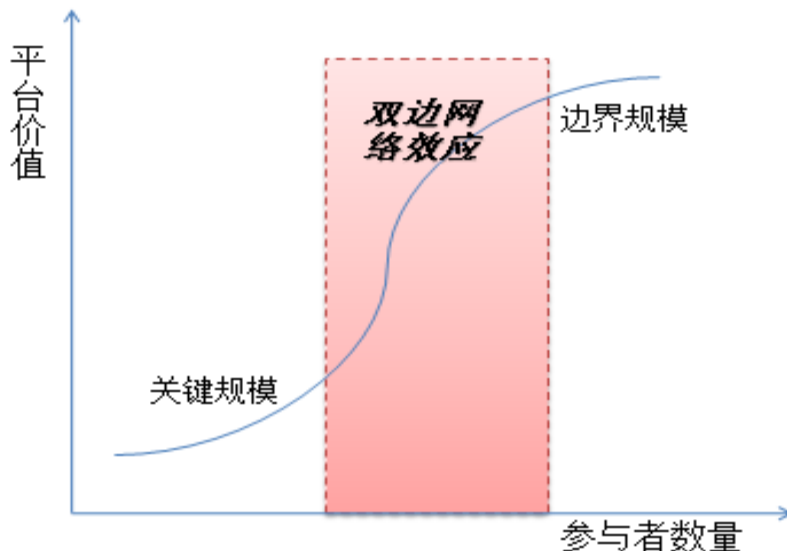
## 4. 电商: 难言终局的残酷战场

### 4.1. 差异化的需求和快速迭代的传播环境, 电商战役难言终局

电商平台是典型的双边市场, 具有一定的双边网络正外部性。与单边网络不同, 双边网络拥有两方参与者, 且一方参与者的行为会影响另一方参与者。体现在电商领域, 即商家越多的平台对用户的吸引力越大, 用户越多的平台也能吸引更多的优质商家入驻。阿里是中国最早的规模化电商平台, 在双边网络效应下快速成长为全球最大的电子

商务公司之一。与单边网络效应不同，双边网络效应的演绎存在一定的边界，因为人与人之间，同一个人在不同时期，需求都是差异化的。差别化的用户需求和快速迭代的传播环境给各类电商平台提供了诞生和发展土壤，电商领域的战争永无休止，难言终局。

图表 20：双边网络效应



资料来源：东吴证券研究所绘制

#### 4.2. 回眸：阿里对京东的遏制

任何一个电商平台规模化的背后一定是其满足了某些用户的某些需求。大部分电商平台始于单个特定品类，京东始于 3C、当当始于图书、聚美优品始于美妆、一号店始于日用零食。每一个垂直电商都有一颗综合电商的心，但不同品类特点不同，不同垂直电商在扩品类上拥有的禀赋和竞争力也就很不一样。3C 电商在扩品类战役中占据了竞争高地。一方面，3C 是标品，电商渗透率可以很快起来，结合 3C 本身用户群很广，平台 GMV 能够做大。另一方面，3C 客单价较高，高客单价平台和低客单价平台互相渗透时，高客单价平台补贴相同的金额可以获得更多的用户，在补贴战中具有一定的优势。京东从 3C 起家，逐步将品类扩充至图书、家电等领域，通过自建仓储物流提升消费者购物体验，一度成为用户量和 GMV 仅次于阿里的综合性电商。

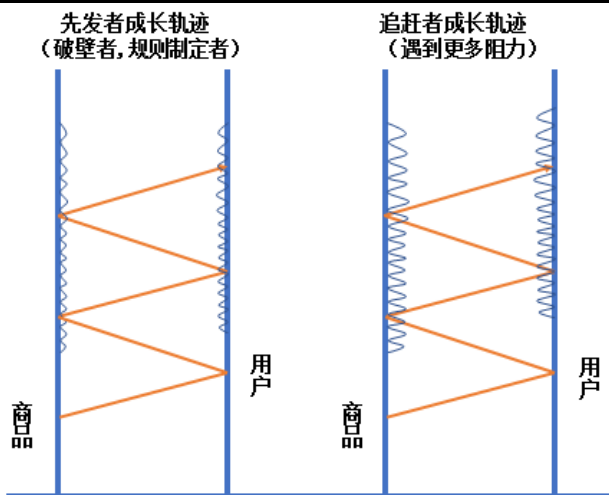
对于一个致力于成为综合型电商平台的公司来说，双边网络模型中自我维持的增长过程会遇到比理想环境多得多的困难。这种困难可能出现在 B 端扩品类上面，可能出现在 C 端扩用户上，也有可能两者皆有且互为负向循环。对于先发者，需要通过持续创新来进行破壁（阿里创造了阿里旺旺、支付宝等）。对于追赶者，可以享受到先发者已经搭建好的基础设施（对拼多多来说，支付和物流都是现成的），但难免遭遇先发者强劲的俯视打击。

对于先发者来说，通过持续创新向 B 端提供最优质的服务，向消费者提供最全面、最优质的商品和体验是维持竞争优势的不二法门。在残酷的现实世界中，先发者往往还会合理地利用已经积累的优势，有针对性地围困追赶者于“关键规模”之下，或是在追



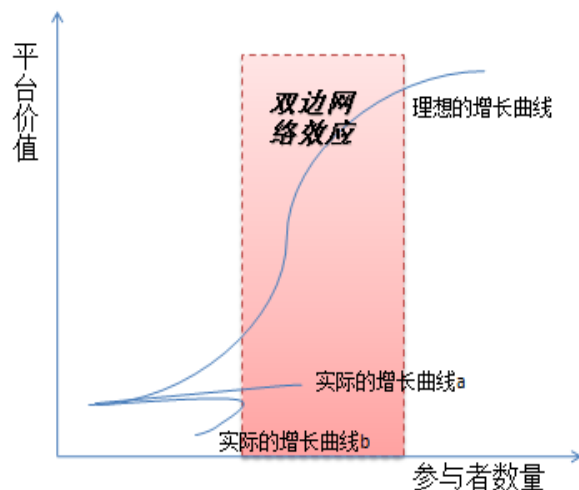
赶者自循环增长过程中设置障碍，进而影响其增长路径。作为阿里最大的追赶者，京东曾经给阿里制造了不小的麻烦，但阿里通过“投资苏宁+天猫化+物流提速”的组合拳进行了回击，并在服装、美妆等关键品类上对京东进行了一定的限制，改变了京东增长曲线。2018H2，阿里年度活跃买家净增长 6000 万人，而京东年度活跃买家却减少了近 800 万人。

图表 21：双边网络先发者、追赶者成长轨迹



资料来源：东吴证券研究所绘制

图表 22：现实世界的双边网络

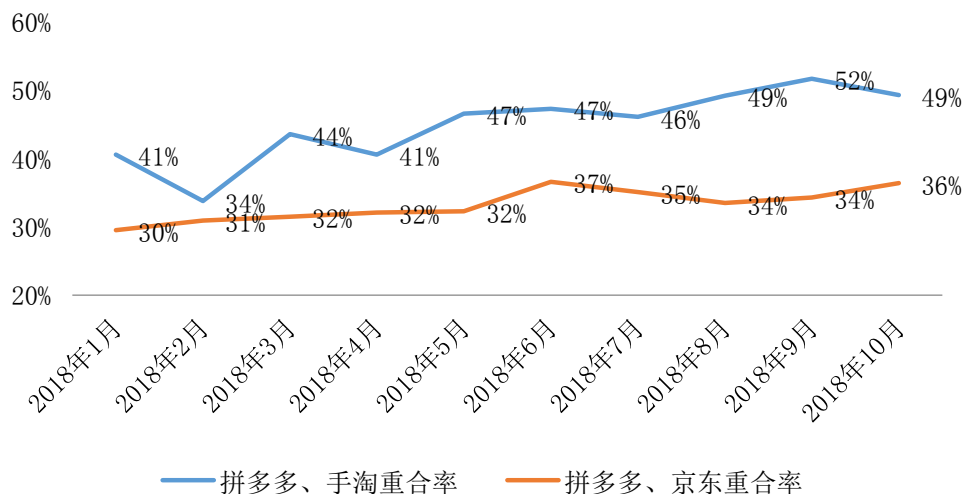


资料来源：东吴证券研究所绘制

### 4.3. 快速崛起的拼多多，势必遭遇阿里、京东更加激烈的对抗

拼多多是电商领域新晋挑战者，伴随用户规模持续快速扩大，拼多多加速了向淘宝和京东用户的渗透。根据 Questmobile 的数据显示，截止到 2018 年 10 月，拼多多 MAU 中安装手淘的用户占比达到 49%，安装京东的用户占比达到 36%。拼多多的下一步，不可避免将会遭遇来自阿里和京东更加激烈的对抗。（拼多多、阿里重合率=拼多多用户中阿里用户/拼多多用户）

图表 23：拼多多、手机淘宝、京东用户重合率



资料来源：Questmoible，东吴证券研究所

## 5. 拼多多的一个基本盘，两个可能

经过三年多持续飞速发展，拼多多已经成为坐拥超过 4.1 亿活跃买家，年度 GMV 超过 4700 亿的电商小巨头。拼多多的未来是什么？我们认为有一个基本盘，两种可能性。基本盘决定拼多多价值底线；两种可能性决定拼多多价值空间。

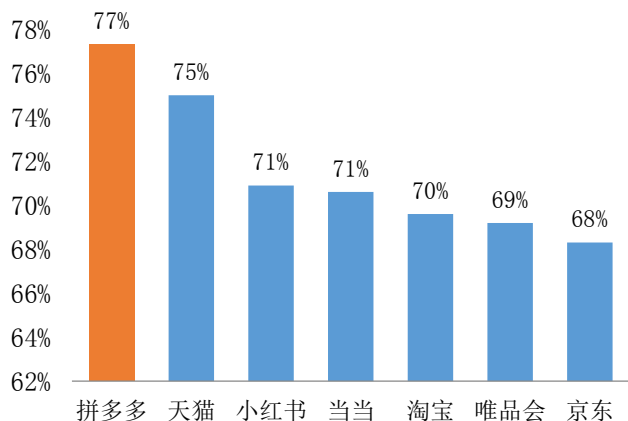
一个基本盘：能否锁住现有用户被满足的需求（用户粘性问题，减少优惠券后用户留存情况，以及如何面对阿里下沉带来的竞争压力）；

两种可能性：能否充分挖掘既有用户购物需求（平台升级问题，从农产品、日用消费品向其他品类延伸，以及如何满足用户更加品质化的购物需求）；能否抢夺已经被阿里、京东满足的用户需求（比起前者，难度更大，前者是留存和开发用户，后者则是抢夺用户）。

### 5.1. 一个基本盘：用户有机粘性较高，低营销效率可能拖累稳态利润率

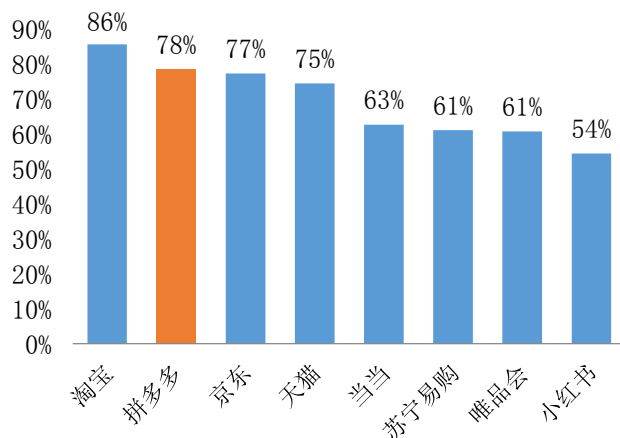
根据极光大数据的数据显示，拼多多七日留存率达到 77%，位居电商平台第一。拼多多用户忠诚度（忠诚度=继续使用/目前使用）达到 78%，仅次于淘宝位居电商平台第二。由此可见，拼多多用户粘性和用户忠诚度都是相当不错的。

图表 24：电商平台 7 日留存率



资料来源：极光大数据、东吴证券研究所

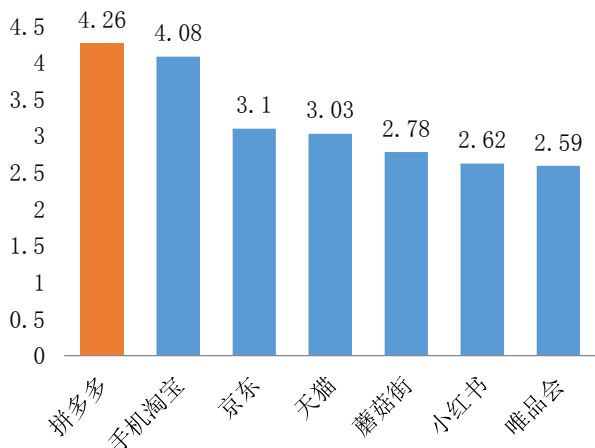
图表 25：电商平台忠诚度



资料来源：极光大数据，东吴证券研究所

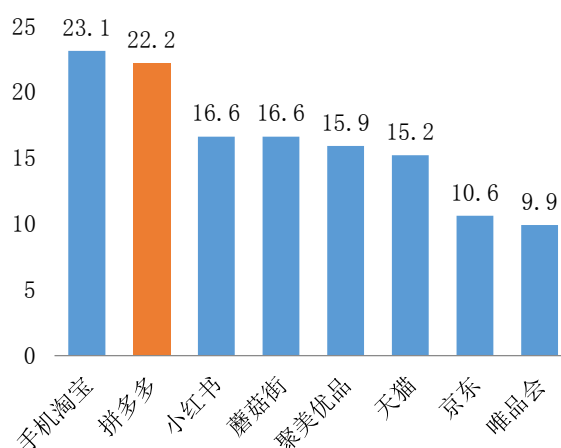
从日均使用次数和日均使用时长的指标来看，拼多多用户活跃度也是相当不错的。根据极光大数据的数据显示，拼多多用户日均打开次数达到 4.26 次，超过手机淘宝的 4.08 次。日均使用时长达到 22.2 分钟，仅次于手机淘宝的 23.1 分钟。高打开频次和长用户时长在一定程度上也佐证了拼多多较高的用户粘性。

图表 26: 各大电商平台日均使用次数



资料来源: 极光大数据、东吴证券研究所

图表 27: 各大电商平台日均使用时长 (分钟)



资料来源: 极光大数据、东吴证券研究所

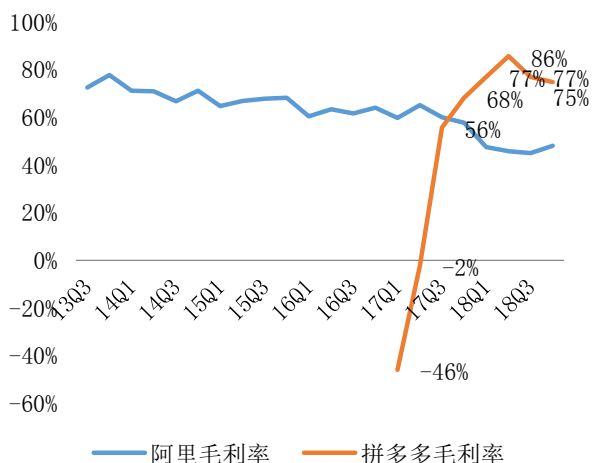
拼多多毛利率高达 75% 以上, 与阿里早期相近。(阿里整体毛利率呈下滑趋势, 主要系数字娱乐、云业务、创新业务、新零售业务收入占比越来越高所致)。

拼多多费用率远高于早期阿里。即使在 2017 年, 拼多多营销效率 (GMV/销售费用) 也远低于早期阿里。这是由于竞争环境和产品特性导致的。较之早期阿里, 拼多多面临的竞争环境更加激烈, 需要投入更大的品牌广告支出, 且拼多多低价策略的商业模式有着营销成本 (优惠券) 天然更高的特征。

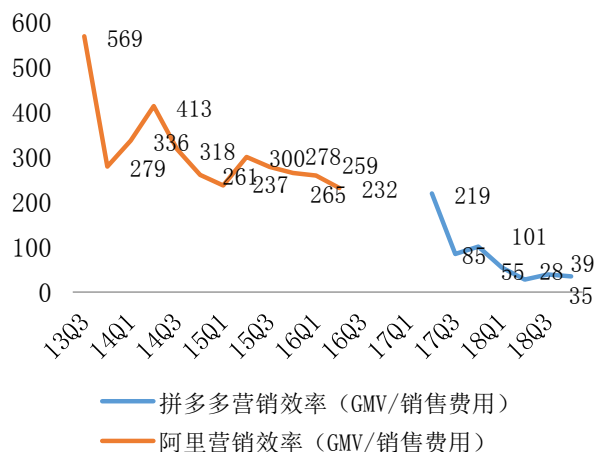
拼多多用户基本盘较为牢固, 不确定的点在于拼多多用户粘性有多大程度需要归因于平台补贴, 这将影响到拼多多稳态利润率的判断。考虑到拼多多主要营销支出为品牌广告和部分高价值品类的用户补贴, 而用于提升留存用户活跃度的营销支出占比偏低, 我们认为其用户粘性是足够有机的。不过, 我们倾向于认为拼多多稳态利润率将低于阿里电商业务稳态利润率, 主要原因是拼多多补贴性的商业模式, 以及阿里单用户 GMV 较高, 同样的营销成本能带来的营销产出也更高。

图表 28: 拼多多, 阿里毛利率

图表 29: 拼多多、阿里营销效率 (元)



资料来源：公司公告、东吴证券研究所

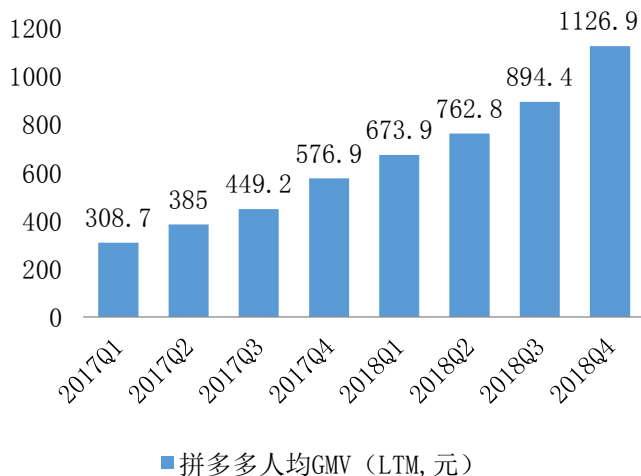


资料来源：公司公告、东吴证券研究所

### 5.2. 两个可能：品牌馆是平台升级一次不算成功的尝试

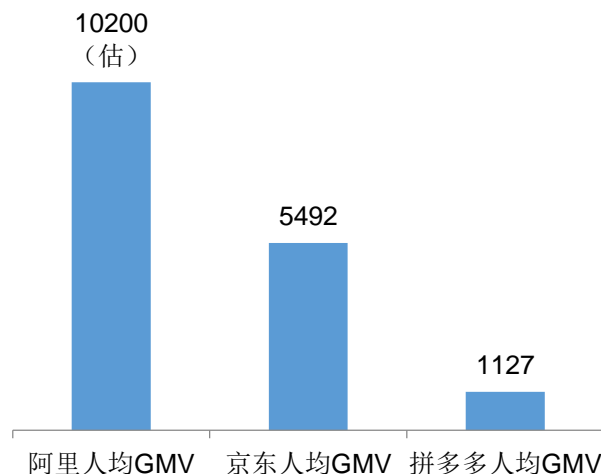
扩品类和扩用户互为正向循环，扩品类的主要策略为电商平台升级，扩用户的主要策略为品牌广告和优惠券。较之扩用户，扩品类相对更加容易。作为手握 4.1 亿年度活跃买家的电商平台，扩品类和扩用户实际效果将是拼多多电商平台能否更进一步的关键。一方面，扩品类可以更好地满足和开发存量用户需求，进而带动人均 GMV 提升。2018 年拼多多人均 GMV 仅为 1127 元，远低于京东（人均 GMV5492 元）和阿里（人均 GMV10200 元）。另一方面，扩品类代表了平台的进化，能拉动新用户，进而实现更大的增长可能。

图表 30：拼多多人均 GMV (LTM)



资料来源：公司公告、东吴证券研究所

图表 31：2018 年阿里、京东、拼多多人均 GMV



资料来源：公司公告、东吴证券研究所

2018 年 9 月，拼多多上线品牌馆，入驻包括苹果、三只松鼠、清风、安踏、鸿星尔克、百草味等在内的 479 个品牌。拼多多将品牌馆入口置于 APP 首页核心位置，足以体现品牌馆战略地位。经过半年时间的运营，我们认为拼多多品牌馆运营效果并未达到预期。第一，并未发现更多优质品牌跟进入驻品牌馆。第二，如果对品牌馆代表性店铺进行分析，可以发现品牌商在拼多多品牌馆的资源投入上存在明显不足。以匡威为例，

拼多多匡威门店在售 SKU 仅有 30 个，远远低于 887 万粉丝，2700 个在售 SKU 的匡威天猫旗舰店。从实际运营结果来看，对于品牌商来说，拼多多品牌馆实际定位更接近于尾货处理。

图表 32：拼多多上线品牌馆



资料来源：拼多多 app、东吴证券研究所

图表 33：匡威品牌馆



资料来源：拼多多 app、东吴证券研究所

我们对拼多多品牌馆持有较为谨慎的观点，主要原因有：(1) 阿里坐拥超级流量，是品牌商核心资源部署地，例如最丰富的 SKU、各类营销活动、天猫新品首发等，正循环帮助天猫锁定品质化需求；(2) 阿里坐拥强大的数据和技术能力，利用阿里巴巴操作系统全方位赋能品牌商，大大加深了天猫和品牌商的合作深度。内容化的天猫已经成为营销的起点之一，阿里也已经着手帮助品牌商管理消费者资产；(3) 品牌商运营资源和运营能力有限，而阿里已经几乎覆盖所有目标受众。

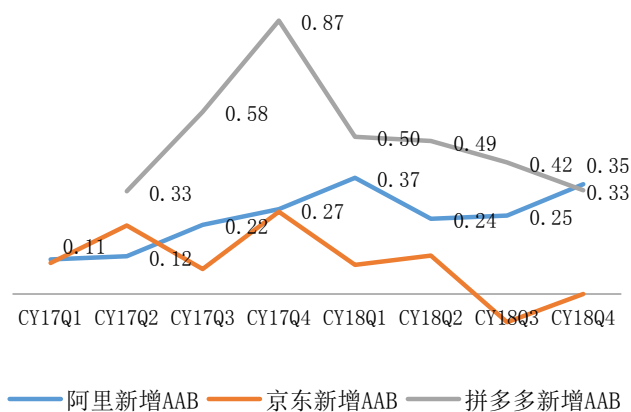
以阿迪达斯为例，2019 年 2 月，阿迪达斯与天猫宣布达成全面战略合作。双方将在新品发布、新零售、消费者运营和新品创新等多个层面开展深入合作。作为开端，阿迪达斯将把 2019 年新款 UltraBOOST 跑鞋放在天猫旗舰店全球首发。同时，阿迪达斯表示，将新品放在天猫首发将成为集团全球新品发布的策略重点。未来，阿迪达斯旗下跑鞋、篮球鞋和足球鞋三大产品线的重磅新品都将在天猫首发。

### 5.3. 两个可能：用户获取成本是拼多多潜力最关键的检阅指标



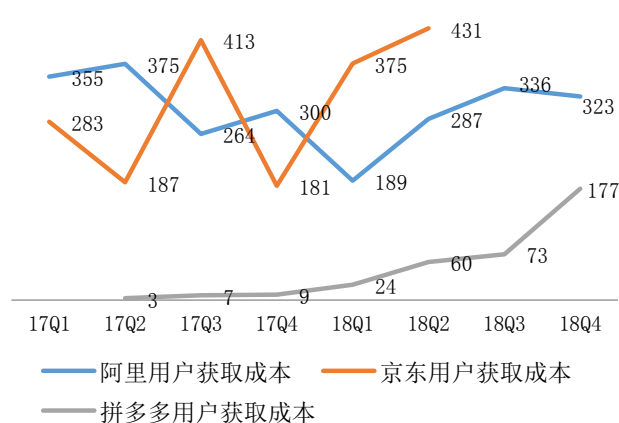
季度新增用户数量和用户获取成本（用户获取成本=销售费用/季度新增年度活跃买家）是验证拼多多扩品类和扩用户成效的关键经营指标之一。2018 第四季度，拼多多新增年度活跃买家 3300 万，用户获取成本飙升至 177 元。快速飙升的用户获取成本一方面对盈利能力和现金流状况形成了显著拖累，但更令资本市场隐忧的是当前形态的拼多多可能面临的\*\*用户张力问题\*\*。用户是互联网公司最核心的资产，用户扩张的受阻将影响公司 GMV 天花板。考虑到 2018 第四季度有双 11、Iphone 补贴的因素存在，2019 第一季度，营销费用对新增用户的拉动将是最主要的经营看点。

图表 34：阿里、京东、拼多多季度新增买家（亿）



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

图表 35：阿里、京东、拼多多用户获取成本（元）



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

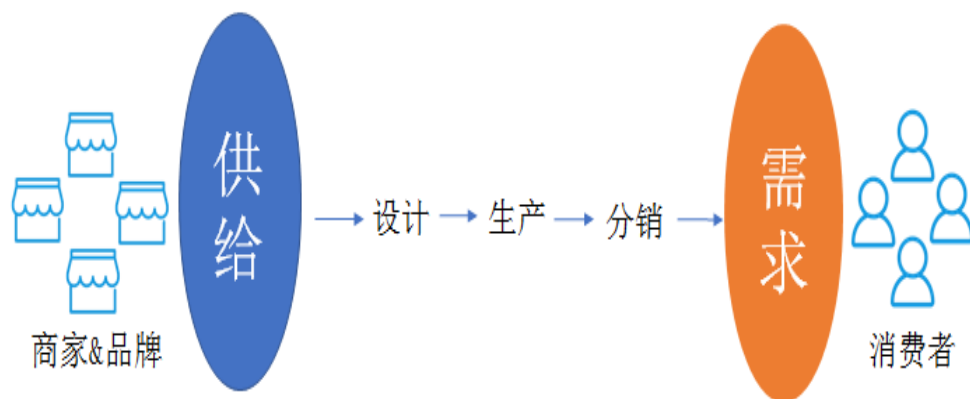
## 6. 反向定制是最可行的进化方向，也是最大机会

### 6.1. 拼多多产品基因更适合 C2M 转型

虽然电商完成了对传统零售的重构，但重构的环节依然集中在流通环节和销售环节，对供应链端的改造将是电商下一阶段提升零售效率的关键。现有 B2C 模式下，商家对消费者和消费需求知之甚少，往往只是基于过往经验或数据进行一定的市场预判。一旦产出和需求出现不匹配，便会降低库存周转率，进而影响商家经营效率。拼多多、阿里等电商平台正加大力度着手于供应链端的数字化改造，尝试从 B2C 到 C2M 的模式进化。C2M 模式下，商家可以知道消费者具体需求并协助商家生产、制造相应的产品，通过市场需求迅速改变供应链，提升生产效率。

图表 36：C2M 模式下供需模型将被重塑





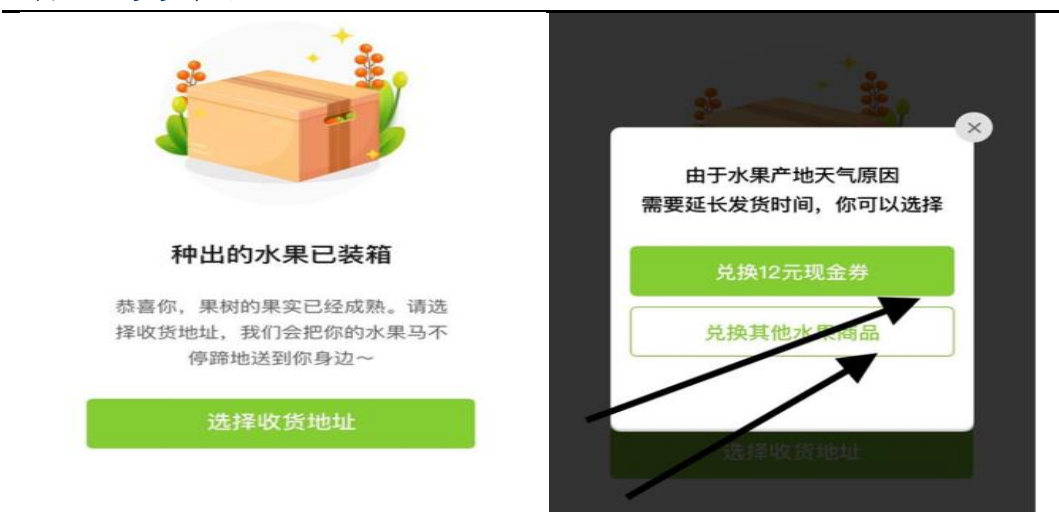
资料来源：东吴证券研究所绘制

拼多多在产品基因上更适合推进反向定制。淘宝以搜索为核心，推送为辅助，侧重于满足用户长尾个性化需求。拼多多诞生初始就走的商品推送，爆款带量模式。比起淘宝，拼多多能够更加高效地聚集离散的用户需求，通过集合的形式反馈给商家，重塑商家供给周期。不同于平台升级尝试，供应链的改造需要漫长的试错周期，拼多多目前在反向定制（多多果园、拼工厂）上已经做出初步尝试，Costco 化的野望将是拼多多最大机会。

## 6.2. C2M 之“多多果园”

“多多果园”是拼多多 2018 年 4 月推出的一款休闲社交游戏，在线上虚拟的水果园中，用户给果树浇水助其成长。水果成熟后，玩家可以收到平台赠送的真实水果。为了达到水果赠送的条件，买家需要在拼多多 APP 或者微信小程序当中进入“多多果园”为果树浇水。

图表 37：多多果园



资料来源：拼多多、东吴证券研究所

在“多多果园”的运营模式下，平台、果农、商家和消费者形成电商购物闭环。“多多果园”为水果供给与需求不匹配的问题提供了解决方法。供应商在拼多多的流量支持下实现营收增长，虚拟果园则让用户更加直接地了解产地。这样系统化的运营逻辑让拼

多多农作物供应链不断得到优化，实现多方共赢。

### 6.3. C2M 之“拼工厂”

2018 年 12 月，拼多多宣布推出“新品牌计划”。“新品牌计划”定位于中国中小微制造企业成长的系统性平台。按照计划，拼多多将扶持 1000 家覆盖各行业的工厂品牌。该计划首期试点合作 20 家工厂，包括家卫士、潮州松发陶瓷、重庆百亚纸尿裤、安徽富光保温杯等。这些企业长期为国内外品牌代工，在国际供应链中扮演重要角色，但企业的营销和管理经验严重不足，转型升级困难，价格优势很难转化为规模优势。

针对“新品牌计划”的 1000 家工厂，拼多多计划推出一系列帮扶计划，包括大数据支持、专家诊断、研发建议等，并在一定范围内倾斜流量、推荐位资源，以增加商品曝光度，支持其品牌化建设。

图表 38：拼多多“新品牌计划”



资料来源：拼多多、东吴证券研究所

消费者在拼多多 APP 内搜索“拼工厂”，即可找到“新品牌计划”试点工厂，实时观看生产流程。所有加入“新品牌计划”的工厂，都将上传包括原材料采购记录、监测报告、生产日志等在内的所有信息，并同步至拼多多数据系统进行备案，以实现商品的全链路跟踪。

图表 39：“拼工厂”举例

拼工厂	合作内容
可心柔（纸巾）	将生产线迁移到原料供应商理文集团园区内；首页推荐
植护（纸巾）	将生产线迁移到原料供应商理文集团园区内
家卫士（家用扫地机器人）	新品牌计划首期试点的代工厂；透明工厂
松发（陶瓷）	新品牌计划首期试点的代工厂；拼多多方面流量倾斜许

	诺
三禾（锅具）	新品牌计划首期试点的代工厂；透明工厂
百亚（纸尿裤）	新品牌计划首期试点的代工厂；结合拼多多大数据深化C2M模式
富光（保温杯）	新品牌计划首期试点的代工厂
东菱（家用榨汁、绞肉机）	新品牌计划首期试点的代工厂；透明工厂
小懒（防护用品）	新品牌计划首期试点的代工厂；透明工厂

资料来源：拼多多、东吴证券研究所

从“拼工厂”的“新品牌计划”中可以看到，每个品牌基本都将产能集中到个别核心产品。一方面可以压缩中间环节、提升规模以降低成本，另一方面也让工厂面对风险时有了更强的抵抗能力。拼多多对入驻工厂不收取任何进场费，也不收取佣金。对于品牌工厂来说，节省下了渠道成本。对于平台来说，则收获了大量流量。品牌工厂和拼多多由此实现互利共赢。

## 7. 风险提示

宏观经济下行风险；获客成本快速上升；假货问题；品牌形象提升不及预期；品类扩张受阻；

## 免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

## 东吴证券投资评级标准：

### 公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

### 行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所  
苏州工业园区星阳街 5 号  
邮政编码：215021

传真：(0512) 62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

