

证券研究报告

商业贸易



电商系列之(一)拼多多: 错位竞争实现弯道超车, 快速发展问题凸显

推荐 (维持)

2018年08月02日

重点公司

重点公司 评级

相关报告

《板块震荡向上, 继续推荐布局中报行情——兴证零售每周观点 (2018.07.23-2018.07.27)》
2018-07-29

《商贸零售 2018Q2 基金持仓分析: 持仓比重提升, 个股分化明显》
2018-07-26

《永辉云创减亏, 继续推荐布局中报行情——兴证零售每周观点 (2018.07.09-2018.07.13)》
2018-07-16

分析师:

徐佳熹

xujiaxi@xyzq.com.cn

S0190513080003

投资要点

- **错位竞争实现弯道超车:** 成立三年便赴美上市, 获得 3.44 亿用户, GMV 达 2621 亿元。拼多多背靠腾讯流量, 利用“拼单”模式实现用户裂变, 主打“低价爆款”, 以“高性价比”和邮费全免吸引了庞大的低线及低收入群体, 且获客成本极低。短短三年, 获得 3.44 亿用户, 首超京东, 占阿里用户数的 62.32%, GMV 达 2621 亿元, 成为国内第三大电商平台, 获客成本仅 24 元, 远低于阿里、京东的超 200 元。同时, 以低开店门槛、流量支持、批量销售等优势吸引大量商家入驻, 其活跃商家由 2017Q1 的 9.7 万暴涨至 2018Q2 的 170 万家。
- **快速发展问题凸显: 低质商品泛滥, 平台信誉度下滑。** 拼多多主打的低价及免邮策略压缩了商家的利润空间, 加上低开店门槛, 诱使商家制假贩假, 平台假货横行拉低平台信誉; 其“拼单”模式过度依赖腾讯获取流量及曝光度, 容易受腾讯制约; 此外, 定位低线及低收入群体, 自动过滤掉高收入及追求品质的用户, 难以扭转其低价低质形象, 同时受未来“消费升级”制约。
- **用户流量临近天花板, 未来引流成本将上升。** 我们预计拼多多月活用户极值在 2.1-2.3 亿左右, 年度活跃用户极值在 3.82-4.18 亿左右。对比其现有 1.95 亿月活用户和 3.44 亿年度活跃用户, 其用户流量临近天花板, 未来增长空间有限。其现有引流成本仅 24 元, 考虑其用户流量临近天花板, 未来引流成本将上升, 同时考虑其“拼单”交易裂变用户优势, 其引流成本或将不会超过阿里、京东。
- **毛利率上升空间有限, 现金流增长不具可持续性。** 拼多多现有毛利率达 77%, 远高于同期阿里的 47.52%, 考虑其主要靠低开店门槛吸引商家, 其未来毛利率即使会进一步增长, 其增长空间也很有限。此外, 其现金流主要依靠资本推动, 商家占款周期偏长, 达 22.55 天, 假设未来不新增融资及商家占款回归正常水平的情况下, 其现金流增长不具有可持续性。
- **双头夹击下, 未来需深入供应链实现价廉质优。** 腹背受敌, 两面夹击: 拼多多的低价爆款“拼单”模式受京东微选、淘宝特价版的狙击; 朝高质量商品转型又与京东、阿里形成正面竞争。双头夹击下, 拼多多仍有生存空间: 一方面, 源于始终存在着对低价产品青睐的低线及低收入人群, 他们对拼多多的性价比有较高的认同度; 另一方面, 创始团队的学习能力、创新能力和资源获取能力决定其不容易被打垮。此外, 拼多多最大的短板在于其产品质量难以监控, 用户流量受腾讯限制, 在保持其既有优势的同时致力于弥补缺陷, 可获长远发展。如: 深入上游供应链, 以规模化销售叠加上游厂家直供实现价廉质优; 引入品牌商家, 改善其产品以生活小件物品为主的特征, 以提升其客单价; 将用户流量由微信导入拼多多 APP, 以减少对微信引流的依赖; 深耕低线城市消费市场等。

风险提示: 产品质量问题恶化; 与腾讯合作不达预期; 电商市场竞争激化

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

目 录

一、三年时间成长为国内第三大电商平台	4
1.1、发展历程	4
1.2、融资情况及股权结构	5
1.3、主打“拼单”社交电商模式，收入主要来自电商平台服务	5
二、GMV 复购用户贡献偏低，活跃用户增速放缓	7
2.1、GMV 达 2621 亿元，复购用户贡献偏低	7
2.2、月均活跃用户增长接近天花板	8
三、背靠腾讯引流成本较低，未来或将上升	10
3.1、背靠腾讯巨量用户及“拼单”购物模式，获客成本仅 24 元	10
3.2、微信引流接近天花板，获客成本或上升，但预计低于阿里、京东	10
四、毛利率上升空间有限，现金流增长或将不可持续	12
4.1、毛利率达 77%，未来上升空间有限	12
4.2、现金流主要由资本推动，商家占款周期偏长	13
五、受益于低价低线社交电商模式的同时问题凸显	15
5.1、主打“低价爆款”商品，实现规模化销售，但产品质量问题明显	15
5.2、依赖微信、QQ 流量低成本获取用户	16
5.3、定位低线城市人群，用户流量受“消费升级”影响	18
六、双面夹击下，低价商品固有用户群体使其仍有生存空间	20
6.1、“低价爆款”模式受阿里、京东狙击	20
6.2、朝高质量商品转型与淘宝、京东形成正面竞争	21
6.3、低价商品的固有用户群体使其仍有生存空间	21
七、保持既有优势的同时积极谋变，可获长远发展	22
八、总结	24

图 1、2017 年主要电商平台 GMV（亿元）	4
图 2、主要电商平台 GMV 破千亿所花时间（年）	4
图 3、拼多多发展历程	4
图 4、拼多多融资历程	5
图 5、拼多多股权结构	5
图 6、拼多多投票权	5
图 7、拼多多“拼单”购物模式	6
图 8、佣金收入主要用于支付第三方支付处理费（亿元）	6
图 9、拼多多年度 GMV（亿元）及增速（%）	7
图 10、阿里、京东 GMV 增速（%）	7
图 11、阿里和拼多多平均复购率（%）	7
图 12、复购用户对 GMV 增速的贡献	8
图 13、复购用户对 GMV 增速的贡献占比（%）	8
图 14、网络购物用户/网民城市等级分布	9
图 15、阿里、京东获客成本（元/人）	10
图 16、拼多多支付给腾讯的服务费（亿元）	11
图 17、拼多多现金流量（亿元）	13
图 18、拼多多 APP 首页热门商品	15
图 19、拼多多“低价爆款”商品销量破百万	15
图 20、拼多多 APP 页面与淘宝对比	16
图 21、“拼单”模式获取裂变用户	16

图 22、低获客成本（元/人）	- 16 -
图 23、拼多多有奖互动游戏	- 17 -
图 24、2017 年单个活跃用户年支出（元）	- 17 -
图 25、拼多多和京东用户城市分布（2017.11）	- 18 -
图 26、拼多多用户年龄及性别分布	- 18 -
图 27、2016 年各线城市城区人口（亿人）	- 19 -
图 28、智能手机市场占有率（%）	- 19 -
图 29、淘宝特价版、京东微选、拼多多首页	- 20 -
图 30、淘宝特价版单件商品销售过万、京东微选拼单模式	- 21 -
图 31、纸巾、垃圾袋销量上百万	- 22 -
图 32、拼多多 APP 独立月活用户及占比	- 22 -
表 1、拼多多收入构成（亿元）	- 6 -
表 2、拼多多年度活跃用户、月均活跃用户数（百万）及增速（%）	- 7 -
表 3、拼多多获客成本（元/人）	- 10 -
表 4、拼多多毛利率	- 12 -
表 5、拼多多毛利率、费用率及净利率	- 12 -
表 6、天猫、淘宝、拼多多向商家收取的保证金（万元）	- 14 -

一、三年时间成长为国内第三大电商平台

在电商线上流量增长进入天花板、获客成本居高不下，纷纷向线下寻求突破时，新电商平台拼多多用了三年不到的时间GMV超千亿元(截至18Q2末的年度GMV为2621亿元)，成为国内交易规模第三的电商平台。

图 1、2017 年主要电商平台 GMV (亿元)

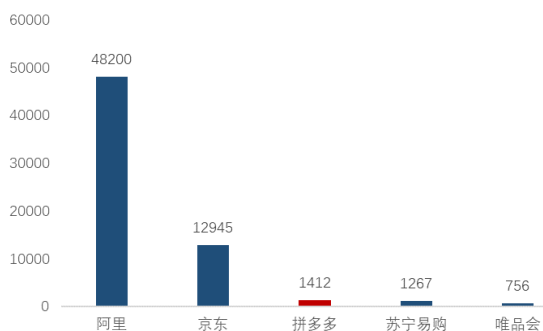
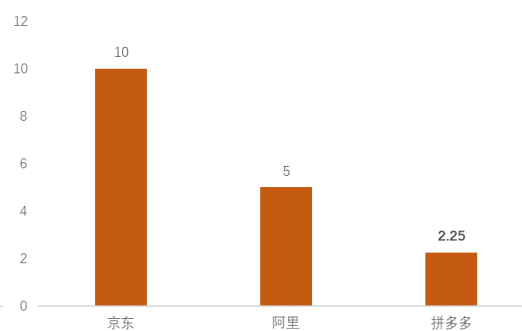


图 2、主要电商平台 GMV 破千亿所花时间(年)



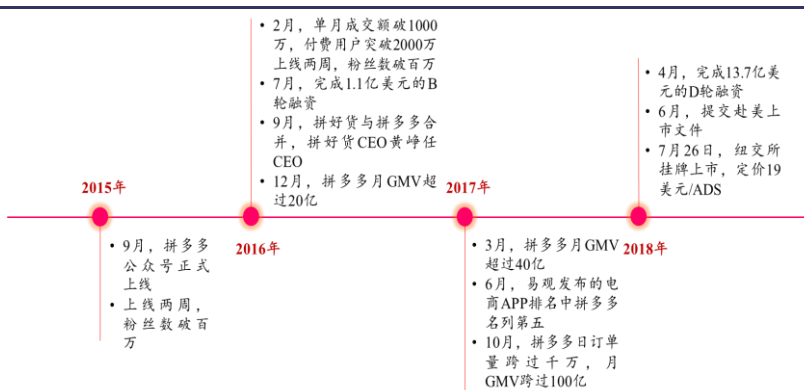
资料来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

资料来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

1.1、发展历程

拼多多于 2015 年 9 月正式上线,是隶属于上海寻梦信息技术有限公司的一家商家入驻模式的第三方移动电商平台。其创始人兼 CEO 黄峥是一位具有深厚技术背景的连续创业者,曾在谷歌总部担任软件工程师和项目经理,回国后先后创办过 B2C 平台 Ouku.com、乐其电商和上海寻梦科技。2016 年 9 月,拼多多和同属于同一控制人下的拼好货合并,2018 年 7 月 26 日以 19 美元/ADS 的价格在纳斯达克挂牌上市。

图 3、拼多多发展历程



资料来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

1.2、融资情况及股权结构

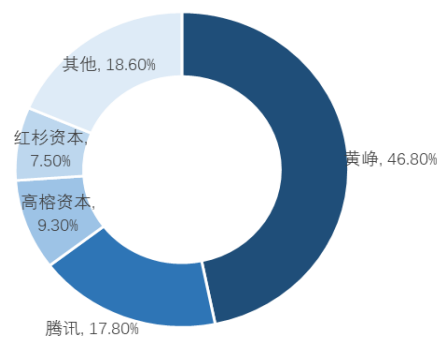
创始人人脉关系广，融资能力强。拼多多一“出生”便含着金汤匙，天使轮融资获得了网易丁磊、步步高集团董事长段永平、顺丰创始人王卫和淘宝创始人之一孙彤宇的投资，随后其融资之路顺风顺水，得到了高榕资本、红杉资本、腾讯等的投资。其中，腾讯参与了拼多多 B、C、D 轮投资及 IPO 认购，成为其第二大股东，持股 17.8%。

图 4、拼多多融资历程



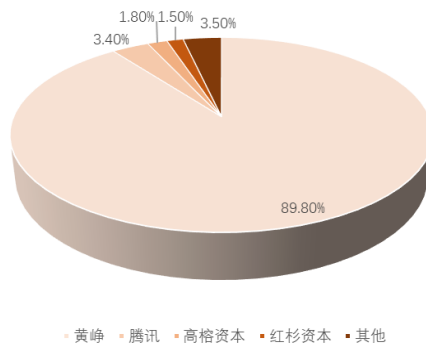
资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图 5、拼多多股权结构



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图 6、拼多多投票权

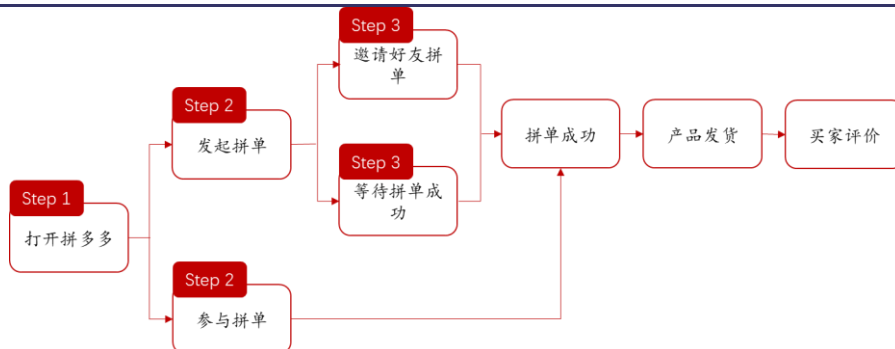


资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

1.3、主打“拼单”社交电商模式，收入主要来自电商平台服务

区别于主流电商，拼多多主打“低价爆款”的“拼单”社交电商模式。拼多多平台提供“单独购买”和“拼单”两种购物方式，其交易以“拼单”为主。“拼单”可以通过“发起拼单”和“参与拼单”实现，并基于微信、QQ、拼多多平台进行商品信息转发分享从而实现低价拼团购买。其主要通过“低价爆款”商品、社交平台微信和 QQ 分享、游戏互动以及线上线下广告吸引买家，以低佣金率、批量销售、庞大的买家群体吸引商家入驻，截至 2018Q2，其活跃商家有 170 万家。

图 7、拼多多“拼单”购物模式



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

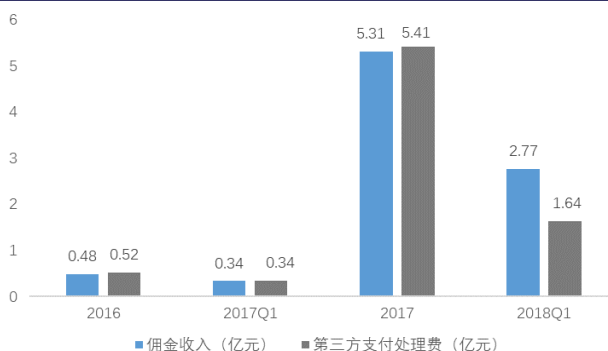
收入结构简单，主要来自电商平台服务收入。2017 年 1 季度前，拼多多有自营业务，主要经营农产品和其他易腐产品，之后，向纯电商平台转型，收入主要来自电商平台服务，包括广告收入和佣金收入。其中，广告价格通过在线竞价系统确定；佣金按交易金额的 0.6% 收取，主要用于支付第三方支付机构的服务费。2017 年、2018 年 1 季度拼多多实现收入 17.44 亿元、13.85 亿元，同比增长 2.45 倍和 36.40 倍。2018 年 1 季度电商平台服务收入 13.85 亿元，其中广告收入和佣金收入分别占比 80% 和 20%。

表 1、拼多多收入构成（亿元）

项目	2016	2017Q1	2017	2018Q1
营业收入：	5.05	0.37	17.44	13.85
自营业务	4.57	0.03	0.03	-
电商平台服务：	0.48	0.34	17.41	13.85
广告收入	-	-	12.09	11.08
佣金收入	0.48	0.34	5.31	2.77

资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图 8、佣金收入主要用于支付第三方支付处理费（亿元）



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

拼多多仅用三年时间就获得如此快速的发展，市场对其褒贬不一。研究拼多多的意义在于除了对其高速发展的原因进行剖析以外，更重要的是窥析其发展的持续性以及未来发展方向。接下来，我们围绕拼多多经营指标、财务指标、市场竞争格局、未来发展等问题敬陈管见。

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

二、GMV 复购用户贡献偏低，活跃用户增速放缓

2.1、GMV 达 2621 亿元，复购用户贡献偏低

拼多多 GMV 高速增长，2018 Q2 年度 GMV 达 2621 亿元。拼多多 2017 年 GMV 增速攀升至历史高峰 99.15%，远高于阿里、京东的 27.95% 和 37.83%。虽然其 2018Q1 和 2018Q2 年度 GMV 增速大幅下滑，但仍达 40.72% 和 31.91%，处于高速增长时期。

图 9、拼多多年度 GMV（亿元）及增速（%）

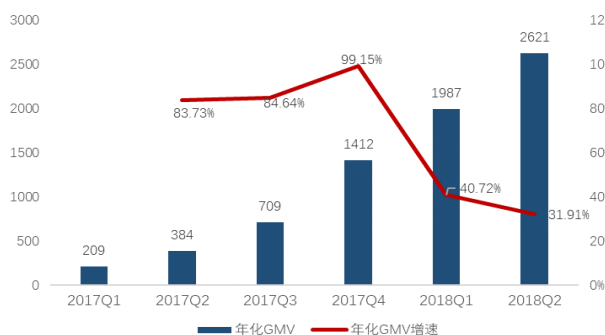
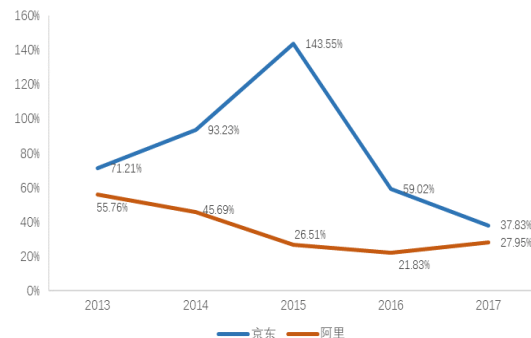


图 10、阿里、京东 GMV 增速（%）



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

活跃用户首超京东，但增速下滑。拼多多 2018Q2 年度活跃用户达 3.44 亿人，首次超过京东（2017 年为 2.93 亿），占阿里年度活跃用户数的 62.32%。其 2018Q2 月均活跃用户数为 1.95 亿，较上期增长 17.33%。进入 2018 年后，其年度活跃用户和月均活跃用户增速均下滑明显。

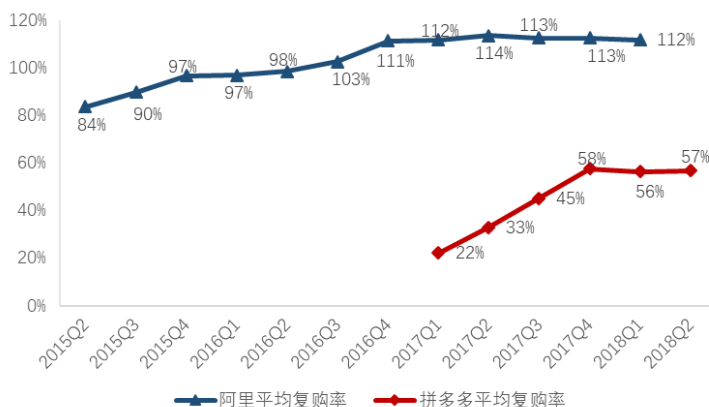
表 2、拼多多年度活跃用户、月均活跃用户数（百万）及增速（%）

项目	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2
年度活跃用户	67.7	99.7	157.7	244.8	294.9	343.6
月均活跃用户	15	32.8	71.1	141	166.2	195
年度活跃用户增速		47.27%	58.17%	55.23%	20.47%	16.51%
月均活跃用户增速		118.67%	116.77%	98.31%	17.87%	17.33%

资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

用户复购率仅占 57%，近一半用户“一次游”，远低于阿里复购率。根据拼多多年度活跃用户和月均活跃用户计算其用户黏性（作为简化的复购率指标），其 2018Q2 的平均复购率达 57%，表明近 12 个月内，约有 57% 的用户购买超过一次，43% 的用户仅购买一次，近一半用户“一次游”。对比阿里，阿里 2018Q1 平均复购率达 112%（复购率大于 100% 是由 AU 和 MAU 数据平滑周期不同所致），其用户黏性远高于拼多多。

图 11、阿里和拼多多平均复购率（%）



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

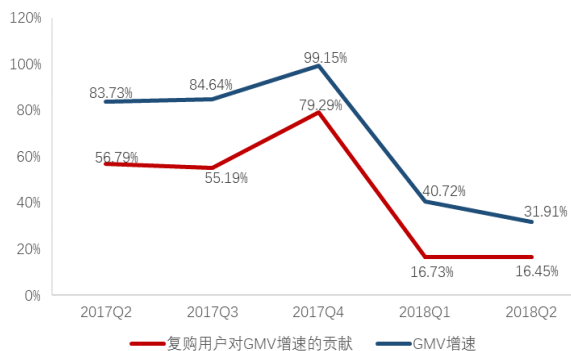
注：年度活跃用户（AU）和月均活跃用户（MAU）均指至少使用过拼多多 APP 一次购物的去除重复后的用户。当 MAU=AU 时，说明一年中每月都是相同的一批客户访问；当 MAU<AU 时，说明平均来说，一年中每月除了有一批相同的客户访问以外，增加了新的客户。

复购率定义为回头客购买人数占总购买人数（均去除重复人数）的比例。

鉴于此，我们用 MAU/AU 表示一年中平均的复购率。

GMV 增速主要由复购用户贡献，但贡献占比呈下降趋势。由于拼多多用户黏性不足，总体来说，其 GMV 增速主要由复购用户贡献。2017 年拼多多 GMV 增速 99.15%，其中复购用户贡献 79.29%，复购用户对 GMV 增速的贡献占比近 80%，但 2018 年降至 50% 左右。受复购用户黏性不足，甚至复购用户流失的影响，拼多多 GMV 增速自 2018 年开始下降。

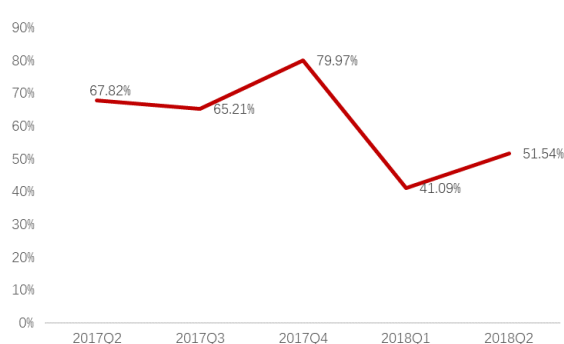
图 12、复购用户对 GMV 增速的贡献



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

注：复购用户对 GMV 增速的贡献=GMV 增速-仅购买一次用户增速

图 13、复购用户对 GMV 增速的贡献占比 (%)



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

注：复购用户对 GMV 增速的贡献占比=复购用户对 GMV 增速的贡献/GMV 增速

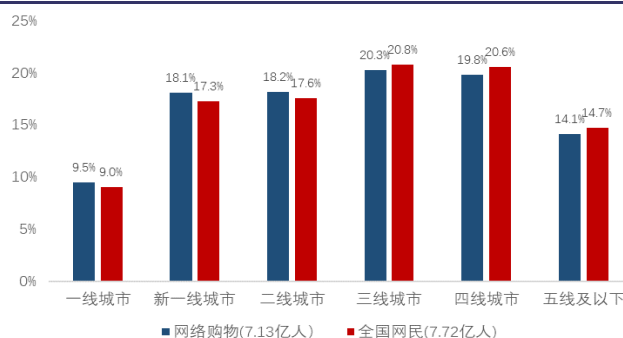
2.2、月均活跃用户增长接近天花板

增加 GMV 主要通过提升用户数量和用户复购率。GMV 由用户流量和用户支出决定，我们从用户流量的角度考虑，增加 GMV 一方面需要增加用户数量，另一方面需要增加用户的复购率。据表 1，拼多多年度活跃用户增长率在 2017Q3 达到顶峰 58.17% 后持续下跌，2018Q2 仅为 16.51%，表明其用户数量增加越来越艰难。

此外，2017 年、2018Q1 和 2018Q2 复购率持平，在 57% 左右，显示其增长乏力，用户黏性较弱。假设拼多多平台任由低质商品泛滥，其用户存在快速丧失的风险，同时其复购用户不仅难以增加，甚至有下降的风险。

在拼多多平台商品质量没有改善的前提下，综合考虑其用户群体分布特征以及其月活用户增长乏力的情况。结合极光大数据的统计，截至 2017 年 12 月，网购人群规模达到 7.13 亿，其中三线以下城市网购人群占比 54.2%，约 3.86 亿，一二线城市人数约 3.27 亿，大约推算其月活用户的极值在 2.1-2.3 亿左右，假设复购率为 55%，则其年度活跃用户的极值在 3.82-4.18 亿左右。

图 14、网络购物用户/网民城市等级分布



资料来源：极光大数据、CNNIC（2017.12），兴业证券经济与金融研究院整理

三、背靠腾讯引流成本较低，未来或将上升

3.1、背靠腾讯巨量用户及“拼单”购物模式，获客成本仅 24 元

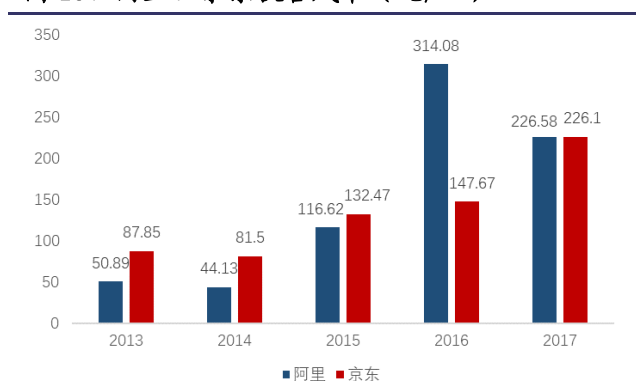
背靠二股东腾讯巨量用户及“拼单”模式中“货找人”的优势，2018Q1 获客成本仅 24.3 元。2017 年 1 月，拼多多小程序上线，是微信的第一批小程序，其迅猛发展离不开微信（月活超过 10 亿）、QQ 的流量支持。此外，其基于商品信息社交平台转发分享的“拼单”模式，利用买家自身周边人际资源实现低成本获取新买家，然后新买家再次分享，实现商品主动搜寻消费者，源源不断的带来新用户，用户数呈几何级数增长。背靠二股东腾讯巨量用户的优势以及“拼单”模式中“货找人”的优势，使得拼多多实现低成本获取用户，其 2017 年获客成本不到 10 元，2018 年 1 季度虽大幅上升，也仅 24 元，不及阿里、京东的零头，具有极大的成本竞争优势。

表 3、拼多多获客成本（元/人）

项目	2017/3/31	2017/6/30	2017/9/30	2017/12/31	2018/3/31
销售费用（百万元）	73.9	88.9	427.9	753.9	1217.5
年度活跃用户（百万）	67.7	99.7	157.7	244.8	294.9
新增活跃用户（百万）	-	32	58	87.1	50.1
平均获客成本（元/人）	-	2.78	7.38	8.66	24.3

数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图 15、阿里、京东获客成本（元/人）



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

3.2、微信引流接近天花板，获客成本或上升，但预计低于阿里、京东

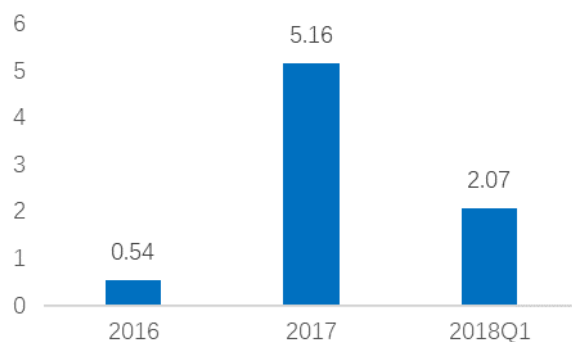
2018Q1 拼多多获客成本较上期增长 181%，主要源于其通过微信低成本引流的用戶接近天花板，需要利用高成本营销方式获取用户。预计其未来获客成本有上升趋势，但不会超过阿里、京东的获客成本。

将拼多多获客成本拆分为三种类型进行分析：微信引流成本、除去第三方引流的

用户成本、裂变用户成本。

- 1) **微信引流成本**: 具有不确定性, 主要取决于二股东腾讯, 但大大低于阿里、京东的获客成本。2016、2017 年以及 2018Q1, 拼多多向腾讯支付包括支付处理、广告和云端服务的费用分别为 0.54 亿元、5.16 亿元、2.07 亿元。我们假设支付的费用均为引流成本, 同时参考 QuestMobile 统计的拼多多微信小程序 (2017 年 1 月上线) 截至 2018Q1 的累计活跃用户 (2.33 亿), 简要地计算出**微信引流成本为 3.1 元/人**。

图 16、拼多多支付给腾讯的服务费 (亿元)



资料来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

- 2) **除去第三方引流的用户成本**: 除去第三方引流的用户是拼多多通过广告营销以及买家让利等获得的, 与阿里、京东的获客方式类似, 获客成本差异不大。
- 3) **裂变用户成本**: 裂变用户是拼多多独有的获客方式。拼多多平台的商品交易以“拼单”为主, 通过商品信息链接分享, 实现货物主动搜寻消费者, 这一获客成本较低, 只需对买家适当让利。

综合考虑拼多多的三种获客成本, 同时考虑到拼多多通过微信引流的用户数逐渐进入天花板, 未来将更多地通过高成本广告营销等方式获取外部客户, **预计其未来获客成本有上升趋势, 但总体不会超过阿里、京东的获客成本。**

四、毛利率上升空间有限，现金流增长或将不可持续

4.1、毛利率达 77%，未来上升空间有限

毛利率持续改善，但增长空间有限。拼多多转型为纯电商平台后，其收入主要来自广告费，2018Q1 占总收入的 80%，随着收入规模的扩大，而相应营业成本增速低于收入增速，公司毛利率不断提升。2018Q1 拼多多的毛利率为 76.98%，远远高于同期阿里的 47.52%，但其增长空间有限。

拼多多要继续提升其毛利率一方面需要控制其成本增速，另一方面需要增加收入。一定收入的增加必定匹配一定的成本增加，要额外增加更多的收入以获取更高的毛利率需要向商家收取更多的费用，如提升佣金率或增加收费栏目。但拼多多主打“拼单”的商业模式要求商家提供有竞争力的价格，如果拼多多向商家增加收费，商家为了保证利润，要么离开拼多多，要么提升商品价格，无论是哪一种方式均会反过来影响拼多多的收入。因此，**拼多多毛利率即使会进一步增长，其增长空间也很有限。**

表 4、拼多多毛利率

项目	2016	2017Q1	2017	2018Q1
综合毛利率	-14.46%	-47.04%	58.56%	76.98%
自营业务毛利率	-6.07%	9.84%	9.84%	
电商平台服务毛利率	-93.78%	-52.77%	58.65%	76.98%

资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

主要受高额的销售和营销费用拖累，拼多多持续亏损，但净亏损率逐渐收窄。拼多多 2017 年、2018Q1 净亏损 5.25 亿和 2.01 亿，净亏损率由 30.11% 下降至 14.52%，净亏损率逐渐收窄。其亏损主要来自于高额的销售和营销费用，2017 年销售和营销费用率高达 77.09%，2018Q1 进一步攀升至 87.93%。销售和营销费用绝大部分来源于广告开支，2016 年到 2017 年销售和营销费用由 1.69 亿增加到 13.45 亿，其中广告开支增加 8.74 亿，促销和优惠券开支增加 2.72 亿。

此外，**管理费用率和研发费用率稳中有降**（2017 年管理费用率大幅增加是由回购股票花费 0.97 亿、增加管理人员致使员工成本增加 18.1 亿所致；研发费用大幅增加是由研发人员增加相应员工成本增加 0.92 亿元所致）。由于拼多多融资能力强，现金流充足，其利息收入较高，2018Q1 利息收入占营业收入 3.62%。随着公司毛利率持续提升，费用率稳中有降，公司净亏损率逐渐收窄。

表 5、拼多多毛利率、费用率及净利率

项目	2016	2017Q1	2017	2018Q1
毛利率	-14.46%	-47.04%	58.56%	76.98%
销售和营销费用率	33.47%	199.55%	77.09%	87.93%
管理费用率	2.93%	293.35%	7.64%	2.08%
研发费用率	5.83%	43.30%	7.41%	5.26%

营业利润率	-56.69%	-583.24%	-34.16%	-18.28%
利息收入/营业收入	0.88%	20.27%	4.63%	3.62%
净利润(亿元)	-2.92	-2.08	-5.25	-2.01
净利率	-57.83%	-561.13%	-30.11%	-14.52%

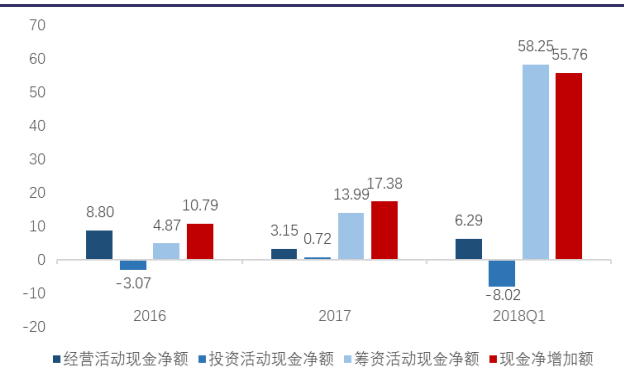
资料来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

存量用户维护成本低于新增客户营销成本, 未来净利率有望转正。拼多多净亏损主要受高额的销售和营销费用拖累, 假设拼多多维持现有毛利率水平和其他费用率不变, 其销售和营销费用率降到 73% 即可实现正净利率。随着拼多多用户流量接近天花板, 短期其销售和营销费用率上升, 净亏损将扩大; 但随着其策略重心转向维护存量用户, 同时考虑到存量用户维护成本低于新增客户营销成本, 预计其净利率有望转正。但同时应考虑到拼多多用户黏性不足, 其存量用户维护成本或将会不会太低。

4.2、现金流主要由资本推动, 商家占款周期偏长

拼多多筹资能力强, 现金流充裕。拼多多 2016 至 2018Q1 现金净增加额均为正数, 累计现金净增达 86.34 亿元, 其增加主要由融资活动产生, 融资活动累计贡献 77.11 亿元。经营活动现金净额为正, 在持续亏损的情况下录得正的经营现金净额主要源于高额的应付商家款和商家保证金, 2017 年应付商家款为 87.22 亿, 商家保证金为 15.59 亿。其中应付商家款和商家保证金与商家数(2018Q2 活跃商家 170 万) 有关, 拼多多按不同商家类型和商品类目收取 1000-10000 不等的保证金, 商家退出拼多多平台后返还。此外, 其投资活动主要是进行短期投资, 2016 至 2018Q1 累计净投出 10.37 亿。

图 17、拼多多现金流量(亿元)



资料来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

以中小商家为主, 保证金较低, 未来提升空间小。拼多多对于海淘企业和海淘个人全部收取 1 万元的保证金, 其余多为 1000 和 2000 元, 对比淘宝来看, 淘宝收取的保证金也多为 1000 元, 约有 6 个细分商品(如白酒、手机、平板、大家电、教育培训以及电动车)收取 5 万保证金。而天猫是以企业为主体注册, 多为品牌商, 其保证金在 5 到 30 万之间。拼多多保证金水平与其入驻商家差异较小的淘宝

相差不大，且考虑到未来电商竞争更加激烈，其保证金短期内没有提升空间，未来随着大型以及品牌商家的入驻，有一定提升空间。

表 6、天猫、淘宝、拼多多向商家收取的保证金（万元）

类型	天猫		淘宝		拼多多			
	旗舰店	专卖店	专营店	保证金	非海淘企业	海淘企业	非海淘个人	海淘个人
服饰	5	5	10	0.1	0.1	1	0.2	1
母婴	5	5	10	0.1	0.1	1	0.2	1
化妆品	5	5	10	0.2~0.5	1	1	1	1
食品	5	5	10	0.1	0.1	1	0.2	1
3C	5	5	10	5	0.1	1	0.2	1
图书音像	5	5	10	0.1	0.1	1	0.2	1
运动户外	5	5	10	0.2	0.1	1	0.2	1
汽车及配件	5	5	10	0.1~5				
珠宝配饰	5	5	10	0.5				
家用电器	5	5	10	0.1~5	0.1	1	0.2	1
家纺家居				0.5	0.1	1	0.2	1

数据来源：天猫、淘宝、拼多多官网，兴业证券经济与金融研究院整理

注：天猫经营大类医药和医疗服务方面，需要交纳 30 万保证金

应付商家款占款周期达 22.55 天，未来有下降可能性。拼多多 2017 年应付商家款达 87.22 亿，占款周期 22.55 天，使其在持续亏损的情况下录得正的经营活动现金净额。对标阿里，商家在买家收到商品并确认收货后即可收到货款，在买家未确认收货的情况下系统默认七天自动确认收货，其占款账期最多 7 天。拼多多 22.55 天的占款周期远远高于阿里，未来有下降可能。

现金流主要由资本推动，未来或遇现金流紧张。拼多多充裕的现金流主要源于其筹资能力强，截至 2018Q1 其累计现金净额达 86.34 亿元，加上其通过 IPO 净融资的 15.78 亿美元，其累计现金净额约 194 亿元。按其现有毛利率、费用率和商家保证金情况，同时考虑其应付商家款下降的预期，假设未来几年不新增融资，预计 194 亿元的现金净额可支撑其未来 2~2.5 年的发展，未来或遇现金流紧张。

五、受益于低价低线社交电商模式的同时问题凸显

5.1、主打“低价爆款”商品，实现规模化销售，但产品质量问题明显

“拼单”配合“低价爆款”和物流全免实现商品规模化销售。拼多多平台提供全品类的商品，店铺 SKU 少，多为低价清仓的品牌商品和非品牌商品，主打“低价爆款”商品。通过“拼单”、有限 SKU 以及物流全免可有效聚集需求，使单种商品实现规模化销售，弥补商家单件商品低利润问题。此外，拼多多主打“低价爆款”，其 APP 首页热门商品以及销量达百万的商品多为低价商品，而部分品牌商品以及高价商品销量较少。

图 18、拼多多 APP 首页热门商品



资料来源：拼多多 APP，兴业证券经济与金融研究院整理

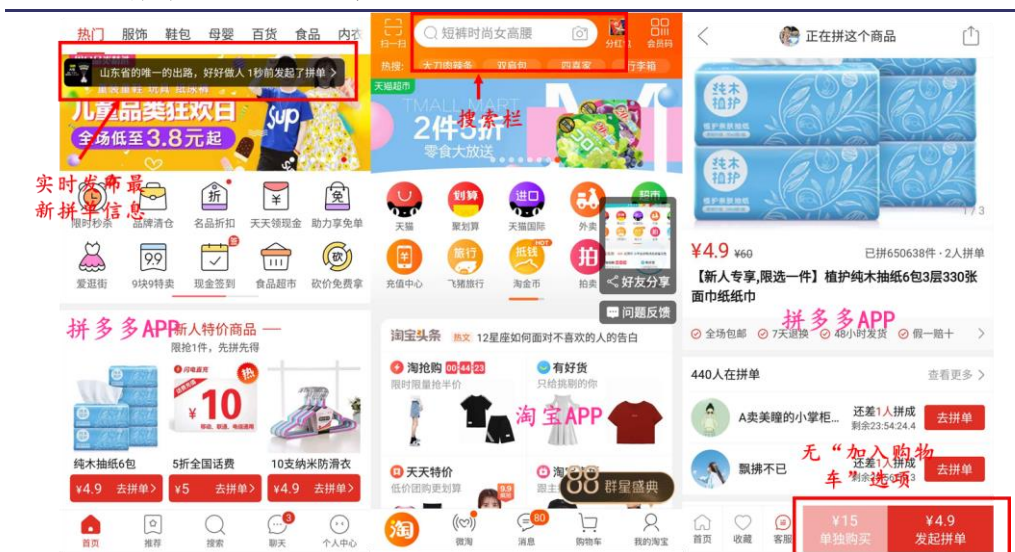
图 19、拼多多“低价爆款”商品销量破百万



资料来源：拼多多 APP，兴业证券经济与金融研究院整理

“货找人”模式，弱化搜索功能。拼多多平台利用“拼单”分享链接的社交互动，“低价爆款”受众广、价格敏感性低的特点实现“货找人”；除此，拼多多平台首页随时发布最新拼单信息，诱使浏览买家参与拼单购买，从而实现“货找人”，增强商品的主动性。区别于淘宝的买家主动搜索寻找需求商品，拼多多 APP 首页并未设置类似于淘宝和京东首页的搜索栏，而是弱化到最下方的功能区。同样，“货找人”模式加上其“低价爆款”产品受众广等特点，利于产品规模化销售，从而实现“以量取胜”。此外，拼多多 APP 没有设置加入购物车功能，减少了买家在犹豫过程中放弃购买的情况，加上其商品低廉受众广且拼单与单买价格差异大的特性，利于鼓励买家冲动消费和扩散消费群体。

图 20、拼多多 APP 页面与淘宝对比



资料来源：拼多多 APP、淘宝 APP，兴业证券经济与金融研究院整理

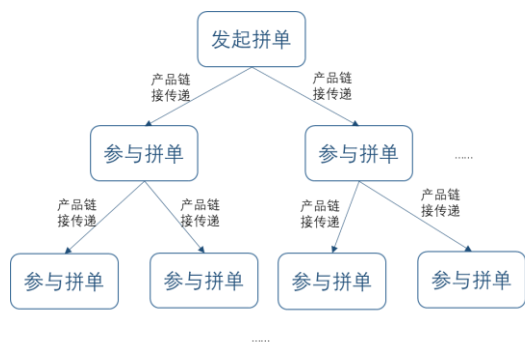
低价商品质量难以把控，拉低平台信任度。自成立以来，拼多多平台上商品质量就饱受诟病，暴露了商品描述与实物不符、质量差、收款不发货、售后服务不完善等问题，拉低平台信任度。据中国电子商务研究中心发布的报告显示，其 2016 年投诉占比达 13.12%，居行业第 2，平台反馈率、反馈时效率仅为 79.88%、7.92%；2017 年，投诉占比增至 14.56%，平台反馈率、反馈时效率提高到 96.30%、95.94%。

5.2、依赖微信、QQ 流量低成本获取用户

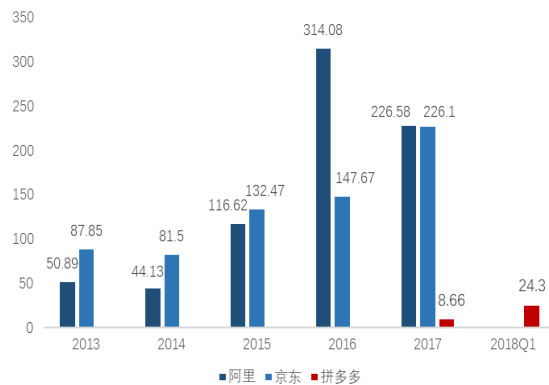
利用微信、QQ 引流，通过“拼单”获取裂变用户，实现低成本获取用户。拼多多主要利用微信、QQ 大流量优势打出知名度，通过“拼单”获取裂变用户，实现用户数的成倍增长。拼多多平台不同产品或不同商家的最低“拼单”人数有差别，一般最低 2 人就可拼成，有的需要 5 人才能拼成。初始“发起拼单”用户将产品链接分享给好友，好友“参与拼单”，将产品链接继续分享，如此循环往复直到拼成，产品链接不断分享，用户数也不断增加。背靠腾讯的流量优势以及“拼单”过程中商品主动搜索消费者的特征，可实现低成本获取流量。

图 21、“拼单”模式获取裂变用户

图 22、低获客成本（元/人）



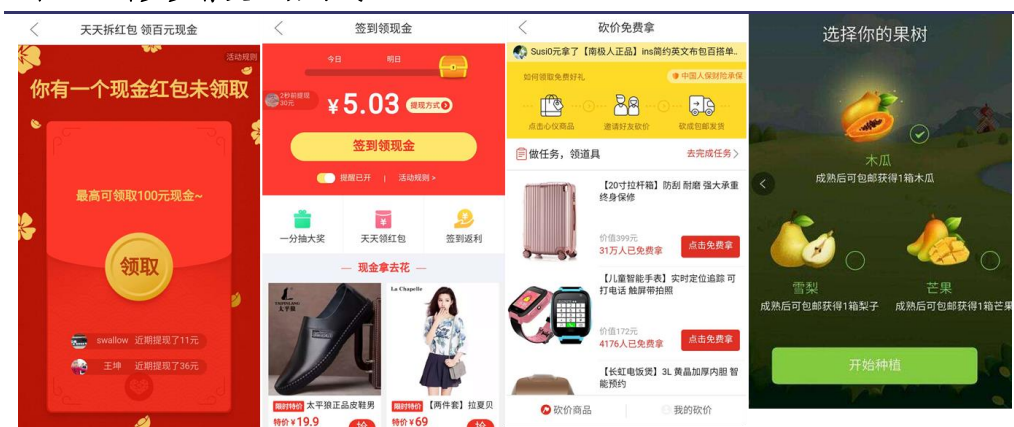
资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

有奖游戏加广告营销，增强引流能力。除了利用“拼单”信息分享获取新用户，拼多多还利用有奖互动游戏获取用户，用户可以通过邀请微信、QQ 好友帮忙砍价、分享签到链接、定时领红包、抢红包等活动，以及“多多果园”小游戏来吸引用户并获得新用户流量。除此，还通过在热门综艺节目植入广告，如欢乐喜剧人、极限挑战、中国新歌声、奔跑吧等 13 档综艺节目，以增强拼多多的曝光度。

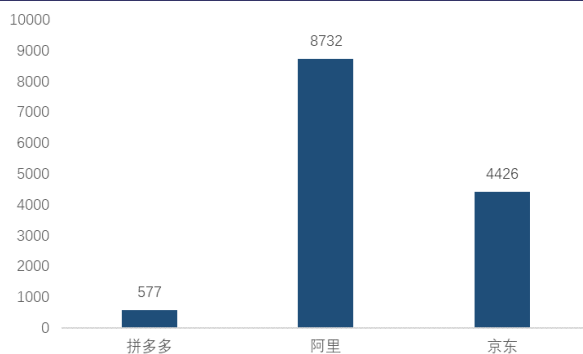
图 23、拼多多有奖互动游戏



资料来源：拼多多 APP，兴业证券经济与金融研究院整理

获客成本虽低，但客单价也低。拼多多 2018Q1 获客成本仅为 24.3 元，不及阿里京东的零头，同时其 2018Q2 活跃用户达 3.44 亿，首超京东、占阿里的 60%，但其 2018Q2 年度 GMV 仅为 2621 亿，与阿里的 4.82 万亿、京东的 1.29 万亿差异巨大。究其原因，是拼多多平台客单价低的缘故，2018Q1 客单价不足 40 元/单。此外，其 2017 年单个活跃用户支出也仅为 577 元，与阿里的 8732 元、京东的 4426 元相差巨大。

图 24、2017 年单个活跃用户年支出（元）



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

“拼单”模式较多依赖微信、QQ 平台，或存在合作受限问题。腾讯是拼多多的第二大股东，其于 2018 年 2 月和拼多多达成五年战略合作框架协议，同意向拼多多提供微信钱包接口上的接入点，使其能够利用微信钱包的流量；此外，约定在支付解决方案、云服务、用户交互、技术等领域进行合作。“拼单”模式更多的是通过微信、QQ 中的熟人社交进行商品信息分享获取新用户，2018Q1 拼多多年度活跃用户为 2.95 亿，而拼多多微信小程序活跃人数为 2.33 亿（截至 2018 年 3 月），占比近 80%。一旦腾讯对其流量支持提出限制或者增加成本，将对拼多多造成巨大的打击。

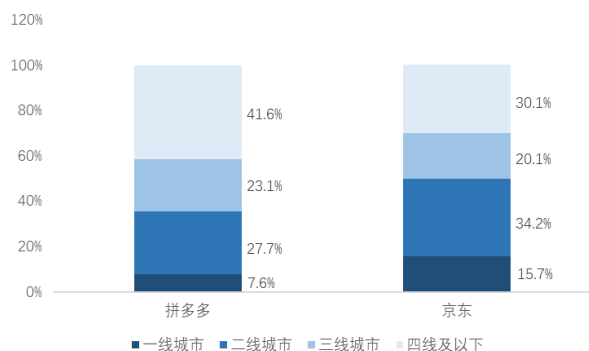
短期“拼单”乐趣多，长期会对用户带来困扰。拼多多的“拼单”模式需要用户向好友发送链接，短期用户会因为人际关系因素以及产品价廉受众广而参与拼单，长期来看，如果商品质量不好，会让“发起拼单”用户觉得有损颜面或者拉低自身形象，而对于接受产品链接的人来说，会对其造成困扰，从而对拼多多心生厌恶。

5.3、定位低线城市人群，用户流量受“消费升级”影响

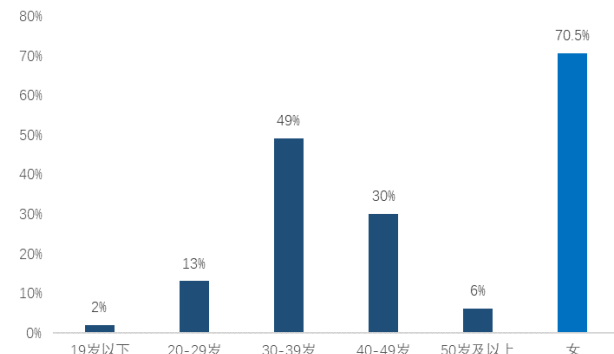
拼多多低价“拼单”模式决定其用户群体主要为消费能力弱、价格敏感的低线城市以及时间充裕的已婚妇女人群。拼多多主打的“低价爆款”商品受众较广，容易吸引收入较低的低线城市人群消费。此外，其“拼单”模式更适应低线城市熟人社交程度高、对使用相同产品接受度高的群体，这与一二线城市人群收入高、喜欢个性化品质化产品形成差异。拼多多超过 60% 的用户位于三四线城市，比京东高出 14.5pp。从性别和年龄来看，女性居多，大约占 70%，30-39 年龄段的人占到近 50%。这一阶段多为已婚妇女，时间充裕且对生活精打细算，更容易成为拼多多的用户。

图 25、拼多多和京东用户城市分布（2017.11）

图 26、拼多多用户年龄及性别分布



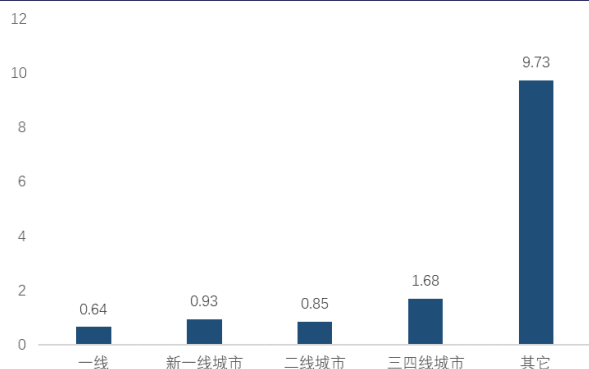
资料来源：艾瑞咨询，兴业证券经济与金融研究院整理



资料来源：艾瑞咨询，兴业证券经济与金融研究院整理

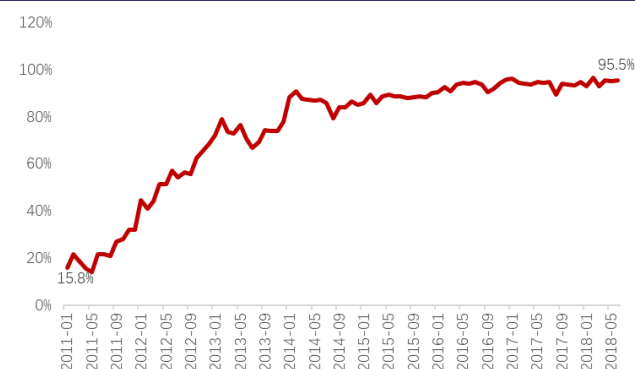
低线人群基数大，叠加智能手机的快速普及，为拼多多的快速发展奠定了基础。根据麦肯锡的统计，2015 年三线及以下城市网络购物人口达 2.57 亿，超过一二线城市网购人口规模 1.83 亿，低线人群已经养成了网购习惯。2016 年中国一二线城市城区人口仅占总人口（13.83 亿）的 11.35%，而智能手机市占率已经超过 95%，拼多多作为一家仅有手机 APP 入口和微信小程序入口的购物平台，其低线及农村地区网购市场空间巨大。

图 27、2016 年各线城市城区人口（亿人）



资料来源：中国产业信息网，兴业证券经济与金融研究院整理

图 28、智能手机市场占有率（%）



资料来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

随着低线人群收入水平、产品质量要求提高，拼多多存在用户流失的风险。拼多多用户数量暴涨一方面源于其“低价爆款”产品适应低线人群的消费需求，另一方面，其社交加电商的模式以及各种互动有奖小游戏不仅带来了低成本流量，也给低价购物的买家增添了购物互动的乐趣。如果其产品质量得不到提高，随着低线消费人群消费能力及消费意识的提升，同时失去了对“贪小便宜”以及各种互动小游戏的乐趣，拼多多将面临严重的用户流失风险。

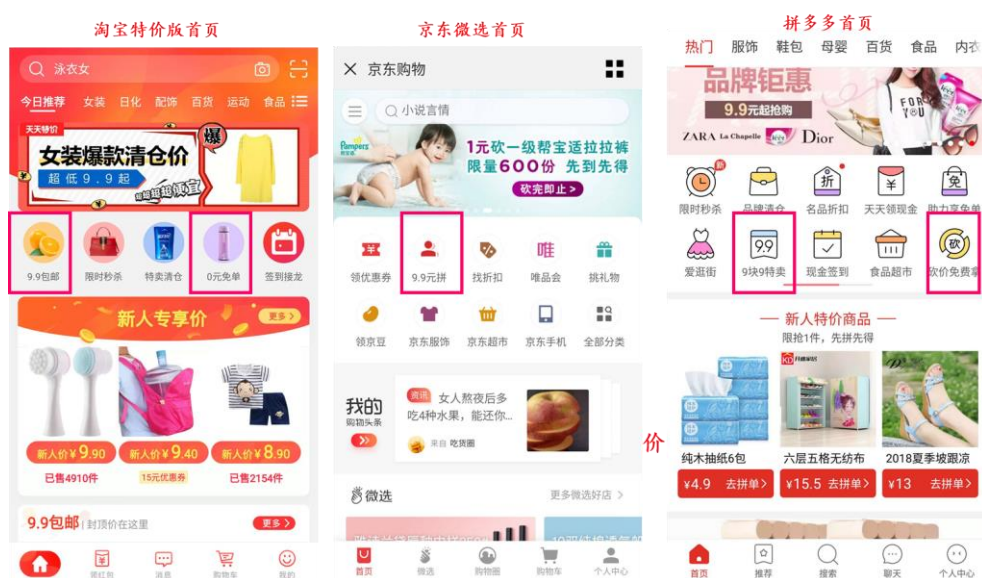
六、双面夹击下，低价商品固有用户群体使其仍有生存空间

拼多多流量获取速度快，但增长持续性及用户黏性不足。拼多多仅用3年时间就获得3亿用户，除了创始团队运营能力和融资能力强以外，从根本上说主要是背靠腾讯10亿用户的流量优势以及其“低价爆款”、“拼单”的社交电商模式。若维持其产品低价劣质的现状，同时用户对“拼单”失去乐趣甚至“拼单”对其造成困扰的情况下，其用户增长乏力，甚至会快速丧失其既有用户（“拼单”的连锁反应既能带来巨量用户，也能使其快速丧失用户）。随着其用户流量增长进入天花板，一方面只能通过高昂的成本获取新流量，另一方面依靠转型摆脱其低价劣质的形象以增强存量用户黏性。但无论是哪一种方法，对其来说都是挑战重重。

6.1、“低价爆款”模式受阿里、京东狙击

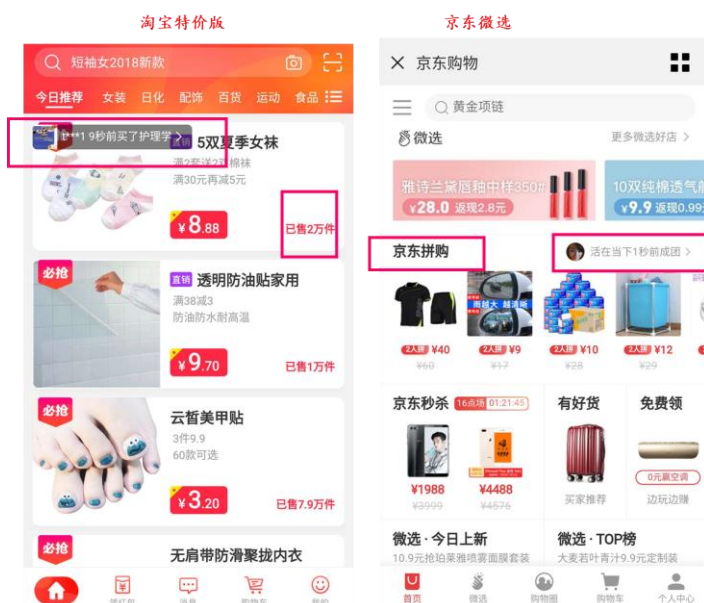
阿里上市后为摆脱其低价劣质的形象，不断打压其淘宝平台上价格低廉的商品，对中小商家流量进行限制，同时大力支持天猫平台的品牌商品；而京东一直以来专注于产品品质、质量的管理。两大电商巨头朝着消费升级的方向努力，这给主打“低价爆款”、开店门槛低的拼多多带来了发展的空间，使其吸引了大量中小商家入驻和低消费水平用户的关注。为遏制拼多多的发展，京东在2018年3月推出京东微选，接着淘宝推出淘宝特价版。无论是京东微选还是淘宝特价版其定位都对准拼多多，主打“9.9包邮”、品牌清仓产品、0元或砍价免单、签到领红包等，同时也降低了商家入驻门槛。观察淘宝特价版APP，发现其产品与拼多多平台产品重合度很高，且销量也达到几万甚至几十万，说明其受众面也很广。

图 29、淘宝特价版、京东微选、拼多多首页



资料来源：淘宝特价版APP、京东微选小程序、拼多多APP，兴业证券经济与金融研究院整理

图 30、淘宝特价版单件商品销售过万、京东微选拼单模式



资料来源：淘宝特价版 APP、京东微选小程序，兴业证券经济与金融研究院整理

6.2、朝高质量商品转型与淘宝、京东形成正面竞争

在京东、阿里接连推出低价版本购物平台后，拼多多的用户必然面临着被分流的风险，同时其引流成本也会越来越高。要增强其用户黏性，必然面临着转型升级的选择，提高产品质量。但提高产品质量面临两个方面的问题。首先，产品质量的提高会相应提高产品价格，对其低价“拼单”的优势造成影响；再次，拼多多低价倾销的销售方式自动过滤掉了大部分对产品品质有要求的人群，形成了低价劣质的形象，短期内无法通过改善产品质量扭转形象。更重要的是其提升产品质量后如果无法保持低价优势，会与京东、阿里形成正面竞争，其引流成本也将上升。

6.3、低价商品的固有用户群体使其仍有生存空间

虽然拼多多无论走哪条路都很艰难，但仍有生存空间。一方面，源于始终存在着对低价产品青睐的低线和低收入人群，他们对拼多多的“低价爆款”和性价比有较高的认可度。拼多多打入淘宝和京东几乎忽略掉的市场，获得了部分对淘宝、京东未使用过或使用体验不佳的忠诚客户。另一方面，拼多多短期内获得如此快速的发展离不开其创始团队的学习能力、创新能力和资源获取能力，因此，其并不容易被打垮。

七、保持既有优势的同时积极谋变，可获长远发展

深入上游供应端，保证价廉质优。拼多多“低价爆款”产品吸引了大量的流量，未来既要维持其低价特征又要提高产品质量以增强客户黏性的同时吸收新流量就需要深入供应端，以规模化销售叠加上游厂家直供保持其低价优势的同时提升产品质量。深入上游供应端需要其销售量达到一定规模，拼多多“拼团”模式下受众广的产品容易实现，如纸巾、垃圾袋等生活小物品单件销量动辄上百万。此外，对于小众或者耐用品等销量较小的产品，需要拼多多灵活制定规则或者解决厂商直接在电商平台小规模销售产生的问题。

图 31、纸巾、垃圾袋销量上百万

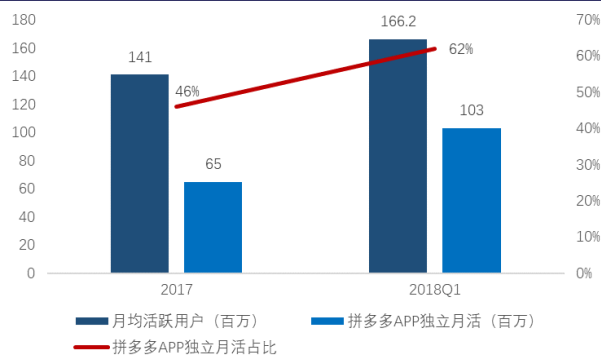


资料来源：拼多多 APP，兴业证券经济与金融研究院整理

引入品牌商家，改善其产品以生活小件物品为主的特征，以提升其客单价。由于对质量的担忧，拼多多平台销售较好的产品多以生活小件物品为主，3C、美妆、家电等单价较高的产品销量较低。拼多多可以通过引入品牌直销厂家以提升其产品信赖度的同时提升客单价。

将用户流量由微信导入拼多多 APP，以减少对微信引流的依赖。对微信引流的过分依赖会受腾讯制约，一方面腾讯可以对其引流成本自由定价；另一方面通过微信的诱导分享，长期来说会影响微信用户体验，进而影响微信的用户流量，必然会引起腾讯的限制。因此，拼多多需要将微信流量导入其 APP，以减少对腾讯的依赖。据招股书披露，拼多多 APP 独立月活占月活用户的比例由 2017 年的 46% 上升到 62%。

图 32、拼多多 APP 独立月活用户及占比



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

注：拼多多 APP 独立月活指在特定月份访问拼多多移动应用的用户账户数量，不包括通过社交网络和接入入口访问平台的用户。

深耕低线城市消费市场。拼多多的用户群体大多来自低线城市，这部分用户短期对其“低价爆款”和性价比认可度较高，但长期来看，低价劣质商品会逐渐丧失用户忠诚度。拼多多需要在提高质量的同时深入挖掘低线群体用户，同时应对低线群体消费升级的需求，增加其用户黏性。

八、总结

总体来说，拼多多经历三年快速的发展，除了取得令人刮目相看的成绩，也暴露出各种问题，其未来是否能继续保持快速发展或是否能夹缝生存在于其是否能成功转型。

背靠腾讯流量优势，利用“拼单”裂变用户模式，主打“低价爆款”，以“高性价比”和邮费全免吸引庞大的低线及低收入群体，且获客成本极低。短短三年，获得 3.44 亿用户，首超京东，占阿里用户数的 62.32%，GMV 达 2621 亿元，成为国内第三大电商平台，且获客成本仅 24 元，远低于阿里、京东的超 200 元。同时，以低开店门槛、流量支持、批量销售等优势吸引大量商家入驻，其活跃商家由 2017Q1 的 9.7 万暴涨至 2018Q2 的 170 万家。

快速发展的同时，各种问题也接连暴露。低价及免邮压缩了商家的利润空间，加上低开店门槛，容易诱使商家制假贩假，平台假货横行拉低平台信誉；过度依赖腾讯获取流量容易受腾讯制约；此外，定位低线及低收入群体，自动过滤掉高收入及追求品质的用户，难以扭转其低价低质形象的同时受未来“消费升级”制约。

用户流量临近天花板，未来引流成本将上升。我们预计拼多多月活用户极值在 2.1-2.3 亿左右，假设复购率为 55%，则其年度活跃用户的极值在 3.82-4.18 亿左右。对比其现有 1.95 亿月活用户和 3.44 亿年度活跃用户，其用户流量临近天花板，未来增长空间不大。其现有引流成本仅 24 元，考虑其用户流量临近天花板，其未来引流成本将上升，同时考虑其“拼单”交易裂变客户优势，其引流成本或将不会超过阿里、京东。

毛利率上升空间有限，现金流增长不具可持续性。拼多多现有毛利率达 77%，远远高于同期阿里的 47.52%，考虑其主要靠低开店门槛吸引商家，其未来毛利率即使会进一步增长，其增长空间也很有限。此外，其现金流主要依靠资本推动，商家占款周期偏长，假设未来不新增融资及商家占款回归正常水平的情况下，其现金流增长不具有可持续性。

低价商品的固有用户群体使其仍有生存空间。在电商红利逐渐消退的同时，电商竞争越来越激烈化。拼多多的低价爆款“拼单”模式受京东微选、淘宝特价版的狙击；朝高质量商品转型又会与京东、阿里形成正面竞争。如此残酷的环境下，拼多多仍有生存空间。一方面，源于始终存在着对低价产品青睐的低线和低收入人群，他们对拼多多的性价比有较高的认同度；另一方面，创始团队的学习能力、创新能力和资源获取能力决定其不容易被打垮。

保持既有优势的同时积极谋变，可获长远发展。拼多多最大的短板在于其产品质量难以监控，用户流量受腾讯限制，在保持其既有优势的同时致力于弥补缺陷，

即可获长远发展。如：深入上游供应端，以规模化销售叠加上游厂家直供保持其低价优势的同时提升产品质量；引入品牌商家，改善其产品以生活小件物品为主的特征，以提升其客单价；将用户流量由微信导入拼多多 APP，以减少对微信引流的依赖；深耕低线城市消费市场。

风险提示：产品质量问题恶化；与腾讯合作不达预期；电商市场竞争激化

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级(另有说明的除外)。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：A股市场以上证综指或深圳成指为基准，香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		审慎增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyqzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业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。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（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。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，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；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；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、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。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/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信赖依据。

兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址：上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层	地址：北京西城区锦什坊街35号北楼601-605	地址：深圳福田区中心四路一号嘉里建设广场第一座701
邮编：200135	邮编：100033	邮编：518035
邮箱：research@xyqzq.com.cn	邮箱：research@xyqzq.com.cn	邮箱：research@xyqzq.com.cn