

核心电商企业的分析框架与拼多多“三分天下”的商业逻辑

买入（首次）

2020 年 12 月 23 日

证券分析师 张良卫

执业证号: S0600516070001

021-60199793

zhanglw@dwzq.com.cn

研究助理 张飞鹏

021-60199793

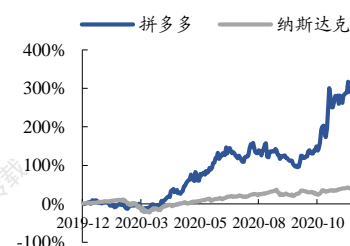
zhangfp@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	30142	52410	82142	113884
同比（%）	129.7%	73.9%	56.7%	38.6%
归母净利润（百万元）	-6968	-4491	5232	16948
同比（%）	-31.3%	35.5%	216.5%	223.9%
每股收益（元/股）	-1.5	-0.9	1.1	3.5
P/E（倍）	-150.8	-246.8	211.8	65.4

投资要点

- 电商平台面临的最核心问题是用户的留存和复购问题，如何解决这两个问题决定了不同平台的经营差距。用户在电商平台上的购买频次、客单价及用户数量大小是用户留存和复购情况的量化体现，这三个变量组成了平台赖以生存的 GMV，进而决定了平台的变现规模。所以不同平台的经营差距其实就是这三个变量之间的差距。我们通过对垂直型平台与综合型平台的经营差异来解释这三个变量背后的经济意义。
- 消费者一旦形成网购习惯就会流向品类最丰富的平台——这是电商平台马太效应的底层解释。对于单个品类而言，购买频次和客单价基本是固定属性，因此品类丰富度决定了用户在平台上的购买频次和客单价，进而影响了用户在平台上的年度支出，用户年度支出额越大的平台就容易产生更大的用户获取 ROI，从而能够支付更多的补贴（降价、红包）留存用户，并有充足的资金继续扩充品类，实现电商平台的马太效应。
- 同质化的商业模式无法脱离淘系的引力范围，成功的平台都是找到了差异化的点从而发展壮大。京东的成功是因为电商不仅是信息的展示，还需要履约，京东在履约环节做出了差异化的体验；又因为 3C 产品的高客单价在用户的留存上具备了一定的优势。唯品会可以逐步壮大是因为主打品牌特卖，选品成为核心竞争力，因此在商品上做到了差异化。而拼多多成功是因为，一方面找到了差异化的商品供应链，这部分供应链正好是淘系曾经抛弃的；另一方面，用不同于淘系的商业逻辑开拓了低线城市的用户红利。
- 单 SKU 下的高销售额是非常强大的竞争优势，具有提升用户留存和复购的自然动力。拼多多是升级版的好市多，好市多通过会员费让自己面对更加相似的用户需求，精简 SKU 数量，实现了单 SKU 下的高销量，这一结果会自然促使产品降低加价率、提高品质，并使公司深入供应链，因此实现了强复购和高留存。拼多多与此类似，找到了同质化的用户需求，在匹配上相应的供给后，也产生了单 SKU 下的高销量，拼多多甚至借助线上化的优势对这一模式进行了传承和超越。
- 盈利预测与投资评级：我们预计 2020-2022 年公司收入分别为 524.1/821.4/1138.8 亿元，分别同比增长 73.9%/56.7%/38.6%。归母净利润分别为 -44.9/52.3/169.5 元，分别同比增长 35.5%/216.5%/223.9%。公司具有独特的竞争优势和生意壁垒，在供应链上具有更强的掌控力，客单价的提升具备自然驱动力，我们根据 P/GMV 的估值方法给予公司 2021 年目标价 185 美元/ADR，首次覆盖给予“买入”评级。
- 风险提示：竞争加剧、宏观经济下滑、美股市场大幅波动风险、美国政府监管政策风险

股价走势



市场数据

收盘价(美元)	139.02
一年最低/最高价	31.77/157.49
市净率(倍)	40.88
流通股市值(百万美元)	121,488.19

基础数据

每股净资产(元)	5.53
资产负债率(%)	71.43
总股本(百万股)	4905.31
流通股(百万股)	3495.56

相关研究

内容目录

1. 三大关键指标的经济意义及核心电商企业的竞争优势	5
1.1. 用户购买频次：辨别平台用户粘性 & 品类丰富度的核心指标	5
1.2. 客单价是一种资源禀赋，品类扩充和用户开拓会影响客单价	7
1.3. 用户数：平台对用户的留存能力与用户年支出额正相关	8
1.3.1. 需求的细分缩小了用户群体	8
1.3.2. 用户年度支出额与用户留存的正反馈	9
1.4. 电商平台核心竞争优势小结	10
2. 拼多多的崛起到底有何不同	11
2.1. 拼多多找到了差异化的商品供应链	11
2.2. 用不同于淘系的商业逻辑开拓了低线城市的用户红利	12
3. 拼多多与淘系的核心差别：用户需求分层及背后的客单价提升	14
3.1. 拼多多与淘系的商业模式日益趋同？	14
3.1.1. 用户群体已无明显差异	15
3.1.2. 流量来源也在趋同	15
3.2. 拼多多平台“低价”生态的形成机制	16
3.3. 单 SKU 的高销量带动平台从“低价”生态向“低加价率”生态转变	17
4. 好市多竞争优势的深度拆解及拼多多的传承与超越	18
4.1. 好市多超高经营效率的量化体现	18
4.2. 为什么好市多具备超高的运营效率	19
4.2.1. 超高平效是超高效率的直接原因	19
4.2.2. 单 SKU 的高销售额是非常强大的竞争优势——超高平效的底层原因	19
4.2.3. 好市多相对于竞争对手的优势是逐步扩大的	20
4.2.4. 好市多的关键运营指标领先互联网零售商	21
4.3. 拼多多：好市多竞争优势的传承与超越	22
5. 拼多多各项关键指标的增长空间	23
5.1. 用户数的天花板可参照淘系	23
5.2. 用户购买频次将有进一步提升	23
5.3. 客单价的提升并非一定要通过提升商品溢价实现	25
5.4. 货币化率持续向淘系逼近	25
6. 盈利预测与估值	27
6.1. 盈利预测	27
6.1.1. 收入预测	27
6.1.2. 基本假设	28
6.1.3. 盈利预测	29
6.2. 公司估值	29
6.3. 投资评级	30
7. 风险提示	30

图表目录

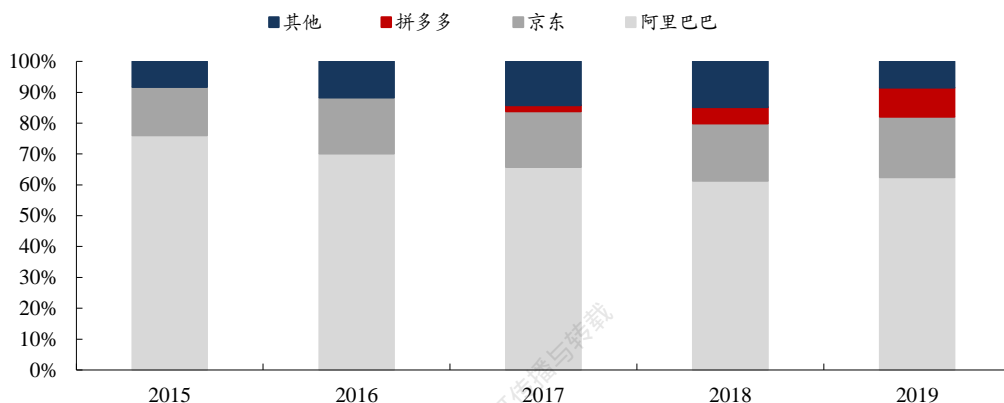
图 1: 电商平台市场格局演变	5
图 2: 不同电商平台用户购买频次 (次)	6
图 3: 用户购买频次低的负循环	6
图 4: 不同电商平台的高单价对比 (元)	7
图 5: 仓储面积 (百万平方米)	8
图 6: 履约费用率对比	8
图 7: 垂直型平台年度活跃买家数 (百万)	8
图 8: 综合型平台年度活跃买家数 (百万)	8
图 9: 垂直型电商单用户年均支出额 (元)	9
图 10: 综合型电商单用户年均支出额 (元)	9
图 11: 阿里对百度的屏蔽	10
图 12: 阿里对微信的屏蔽	10
图 13: 2017 年各电商平台用户购买频次 (次)	12
图 14: 搜索用户与整体网民学历情况对比	12
图 15: 我国部分省市学历占比情况 (2017)	12
图 16: 不同电商平台用户 2017-2018 年分布情况	13
图 17: 阿里、京东年度活跃买家数 (百万)	14
图 18: 三大电商平台年度活跃买家数与中国网民数量对比 (百万)	15
图 19: 拼多多上的流量分发机制	16
图 20: 三大平台商户年均营业额 (万元)	16
图 21: 拼多多由低价生态到低加价率生态转变	17
图 22: 好市多平效 (CPI 设定 1972 年为 1)	18
图 23: 好市多净利率	18
图 24: 好市多用更低的毛利率水平实现更高的净利率	18
图 25: 京东好市多效率对比	18
图 26: 零售商平效、每平方米费用对比 (美元)	19
图 27: 不同零售商单 SKU 销售额 (万美元, 2019)	20
图 28: 好市多的毛利率远低于其他零售商 (2019)	20
图 29: 好市多和山姆会员店相对优势变化与单 SKU 销售额之间的关系	21
图 30: 线上零售商库存周转速度更快 (天, 2019)	22
图 31: 不同零售商单 SKU 销售额 (万美元)	22
图 32: 拼多多用户购买频次仅次于淘系 (次)	24
图 33: 京东 2008 年用户组的购买频次变化 (次)	24
图 34: 月人均使用时长对比 (分钟)	24
图 35: 淘系与拼多多客单价对比 (元)	25
图 36: 销售费用率与商品毛利率呈正比 (横轴为毛利率, 纵轴为销售费用率, 2019)	25
图 37: 加价率示意图	26
图 38: 部分家电公司国内外毛利率对比 (近 3 年平均)	26
图 39: 拼多多、阿里巴巴货币化率	27
表 1: 唯品会关键运营数据 (单位: 元、次)	11

表 2: 阿里年度活跃买家数季度变化 (百万)	13
表 3: 京东年度活跃买家数季度变化 (百万)	14
表 4: 三大平台用户独占率与重叠率 (2020.06)	15
表 5: 不同公司关键运营指标对比 (2019)	21
表 6: 全球顶级零售商关键运营指标对比	23
表 7: 公司 GMV 预测 (亿元)	28
表 8: 货币化率预测	28
表 9: 基本假设表	28
表 10: 阿里巴巴 P/GMV 历史变化	29
表 11: 贴现率取值依据	30

用户681273566于2025-04-14日下载，仅供本人内部使用，不可传播与转载

从 2016 年开始，在投资者认为大局已定的电商行业，拼多多为何可以在阿里、京东寡头垄断的格局下强势崛起，并逐步三分天下？本文从这个问题出发，从领先电商企业的竞争优势开始，一步步分析拼多多崛起的本质不同；以及市场格局演化到今天，拼多多已经站稳脚跟，但在天猫、京东对品牌商品消费心智的独占下，拼多多又如何破局。

图 1：电商平台市场格局演变



注：市场份额数据为电商平台 GMV/线上商品和服务零售额作为近似测算；京东 GMV 采用最新口径

数据来源：公司财报，国家统计局，东吴证券研究所

1. 三大关键指标的经济意义及核心电商企业的竞争优势

电商平台的变现来自用户购买商品产生的 GMV，GMV 的大小就决定了一个平台变现规模的大小。

$$\text{GMV} = \text{单用户年支出额} \times \text{用户数} = \text{用户购买频次} \times \text{客单价（复购）} \times \text{用户数（留存）}$$

因此一个平台 GMV 的大小就取决于右端的三个变量（前两项体现用户的复购，第三项体现用户的留存），所以我们要分析的内容，就是这三个变量的大小是如何决定的，研究不同平台上述变量产生差距背后的经济原因，将使我们理解什么才是电商企业核心的竞争优势和护城河。

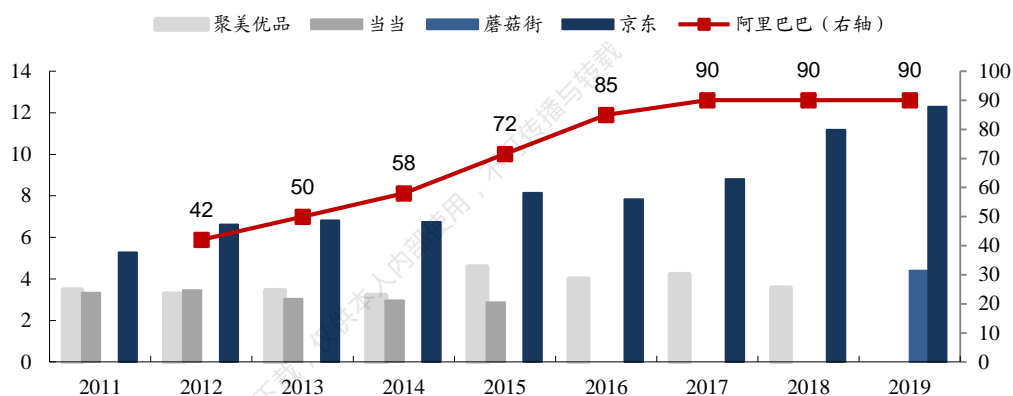
1.1. 用户购买频次：辨别平台用户粘性及品类丰富度的核心指标

单一商品的购买频次是固定属性，例如一个消费者一年可以消耗六管 100g 的牙膏，但使用 750ml 洗发水一般不会超过两大瓶，买一台电脑可以三年一换（三年买一次），但空调一台可以用十年（十年买一次）……因此消费者对单一品类的购买频次多少完全取决于商品的属性，平台想要增加消费者的购买频次就需要扩展更多的商品品类，平台

多运营一个品类，就多拥有了这个品类的购买频次。因此品类丰富度是决定用户在平台购买频次的**关键**。只有当品类数量多到一个量级，才会出现 $1+1+\dots+1>N$ 的情况，消费者会形成“逛”的感觉，从而在购买某一商品的时候带动其他商品的销售。由于淘系平台的品类最为丰富，所以这种品类叠加的化学反应在淘系最为明显，用户在淘系平台购买频次远远高于其他电商平台；京东购买频次最初相对于其他垂直型平台并没有明显优势，但随着品类的逐步扩充，用户的购买频次也在持续提高。

而与之形成鲜明对比的垂直型电商平台一方面品类受限（聚美主营美妆，当当主营图书，蘑菇街主营服装饰品），另一方面用户更趋于目的性消费，导致消费者的购买频次远远低于综合型电商平台（4次上下），这导致用户的使用习惯较难培养，用户忠诚度不高，留存用户也更加困难。

图 2：不同电商平台用户购买频次（次）



注：阿里 2018/2019 数据根据投资者开放日公告推算，其余为根据公司披露的订单数计算；蘑菇街数据为估算所得；京东 2017-2019 年数据为快递单量反推所得
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

平台品类的丰富度决定了用户购买频次的多少，而用户购买频次是复购情况的直接量化体现，也是判断用户粘性和留存情况的最有意义指标。一个平台用户购买频次越高，就会形成越好的使用习惯，进而形成越强的用户粘性，用户可以留存的下来，那用户规模的增长就是较为容易的事情。反之，平台经营品类少，便不会形成较高的用户购买频次，用户使用习惯难以形成，轻易就会转换到其他平台，难以形成留存，这样平台就需要持续获客，平台还未收回获客成本便已流失用户，就会导致平台盈利能力较差，进而没有资金扩充品类，造成负向循环。

图 3：用户购买频次低的负循环

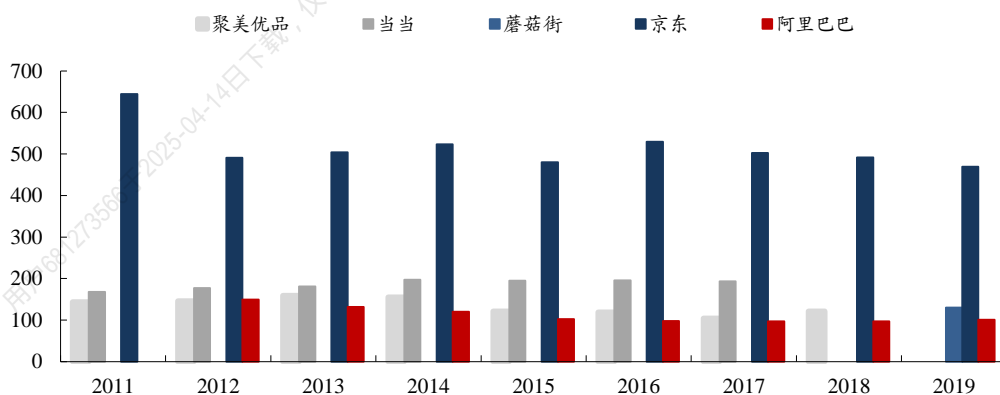


数据来源：东吴证券研究所整理

1.2. 客单价是一种资源禀赋，品类扩充和用户开拓会影响客单价

客单价是由平台上商品的品类和用户的购买力综合决定的。从品类上看，3C 产品可以卖到几千元，平价的衣服可以卖几百元，但一包零食只能卖几块钱……从消费者购买力看，高净值用户购买力强，同一品类中也多买高端产品，其客单价就比低消费力人群强。

图 4：不同电商平台的高单价对比（元）



注：阿里数据同上图；蘑菇街数据为调研所得；京东 2017 年后改变了 GMV 核算口径，我们对之前数据进行了追溯调整，2017-2019 年数据为快递单量反推所得

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

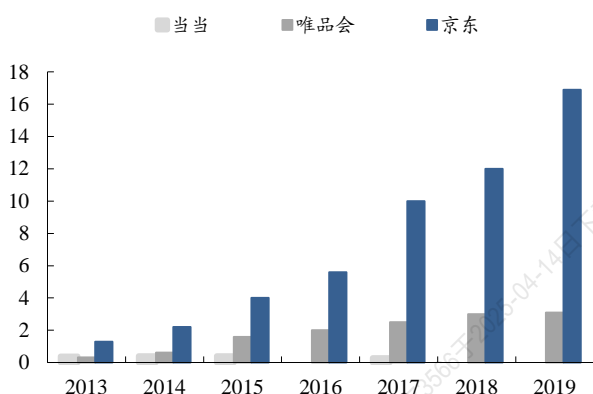
上图的几个平台中，2019 年，京东客单价最高（469 元），唯品会其次（262 元，见表 1），其他平台的客单价也在 120 元以上，反观淘系仅仅约 101 元。京东客单价最高是因为主营 3C 产品，而且之前一直聚焦在一二线城市高消费力人群，但是可以看到，随着品类的扩充和用户的下沉，客单价在逐步下降。唯品会主营品牌服装特卖，而蘑菇街上平价服装较多，导致两家公司客单价差异较大。而淘系反而是其中客单价最低的平台，因为淘系的品类最为广泛且用户群体最为多元，尤其淘宝主营低客单价白牌商品，拉低了客单价，且随着最近几年淘系在低线城市的下沉，客单价还有相应走低。因此，淘系

较低的客单价反而是品类综合丰富的结果，品类的丰富带来用户购买频次和用户数的增长完全可以弥补客单价较低给盈利带来的影响，同时也让平台具备更强的竞争力。

客单价对于平台的意义可以从京东的发展中得到启示。从上面用户购买频次图和下面将要讨论的用户数中我们可以看到，早期京东相对于其他垂直型电商来说并没有明显的优势，那为何京东后续可以崛起走上品类扩张之路，而其他垂直型电商平台却没有很好的表现？京东独特的履约优势当然是重要的原因，但另一项优势来自 3C 家电产品的高客单价。即使商品的毛利率低一些，高客单价也能产生更多的毛利额，相同的用户购买频次下平台就会拥有更强的盈利能力，能够负担得起更大的用户留存成本，即使业务在快速扩张也能负担得起自建物流下的资本开支，同时扩品类也需要庞大的先期投入，需要经营性现金流入的强支撑，因此 3C 家电产品起家的京东具备天然的竞争优势。

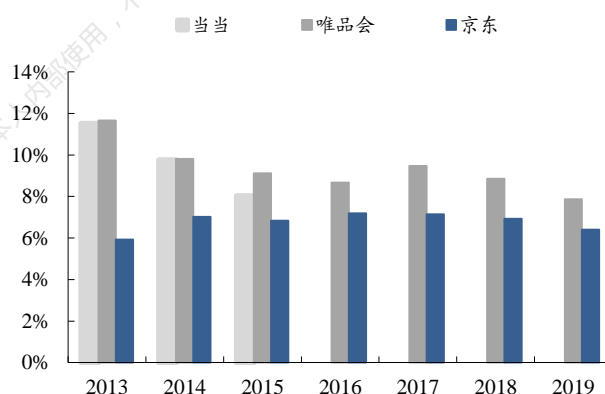
从下图中可以看到，当当的物流体系基本没有建成，唯品会也在 2019 年末将快递配送外包给顺丰，作为早期都有大额融资的垂直电商公司，只有京东打造了成熟的配送体系，且走上了品类扩张之路。

图 5：仓储面积（百万平方米）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 6：履约费用率对比



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

1.3. 用户数：平台对用户的留存能力与用户年支出额正相关

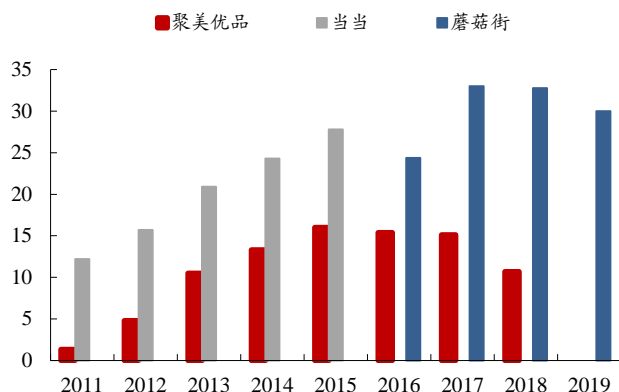
1.3.1. 需求的细分缩小了用户群体

不同电商平台基于其满足用户需求的不同，天然就会形成用户规模的差距。典型地，如垂直型电商平台由于仅满足用户某一品类的需要，导致其用户规模的天花板远远不及综合型电商平台。

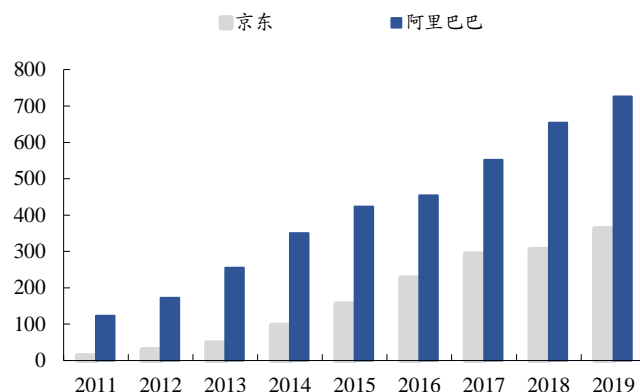
以聚美优品（美妆平台）、当当网（图书平台）、蘑菇街（服装饰品平台）的用户规模数据与阿里、京东对比来看，这个差距一目了然。

图 7：垂直型平台年度活跃买家数（百万）

图 8：综合型平台年度活跃买家数（百万）



注：蘑菇街财年数据与自然年对应，当当 2016 年退市
数据来源：公司财报，东吴证券研究所



注：阿里巴巴财年数据与自然年对应，下同
数据来源：公司财报，东吴证券研究所

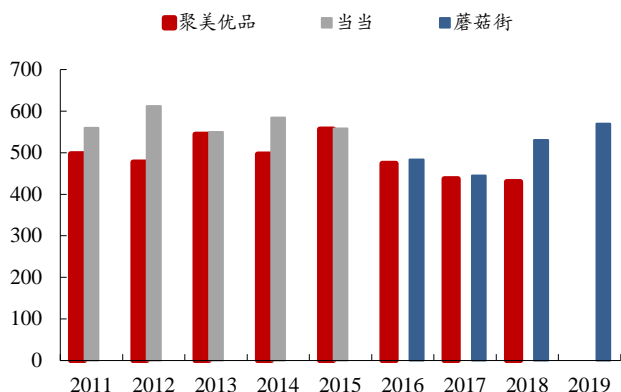
1.3.2. 用户年度支出额与用户留存的正反馈

除了需求的细分缩小了用户基数外，品类的丰富度还决定了平台留存用户的难易程度。我们已经认识到，品类的丰富度会影响消费者在平台的购物频次及客单价的高低，进而就影响了用户在平台上的年度支出金额。投资者喜欢用销售费用/新增用户数来计算获客成本的高低，并以此作为衡量不同电商平台经营优劣的指标之一，但这个指标缺乏一个重要的考量：就是用户能为平台产生的收益，一个电商平台的获客成本或许是高的，但是如果获客之后可以长期留存、持续复购，用户生命周期的支出额远远大于竞争对手，那么即使获客成本更高，平台的 ROI 也是更高的。

而单用户年度支出额可以看做用户为平台创收的最佳考量，我们将看到，这一指标会显著影响用户在平台上的留存时长。平台上用户年度支出额越大，平台就可以承受更大的获客和留存成本，能拿出更大的优惠补贴用户，从而提高用户的留存。如下图所示，由于购物频次和客单价的差距，淘系、京东两家综合型电商平台的用户年度支出额远远大于三家垂直型电商平台（我们已经看到淘系强在高频次，京东强在高客单价），从而在用户的留存与复购上具备了更明显的优势。对于同一品类，综合型电商降价促销可以带动其他品类的销售，从而推动留存和复购，不会明显影响自身的盈利能力，因此可以长期补贴用户；而垂直型电商由于品类单一，跟进补贴只能导致盈利能力大幅下滑，因此没有能力持续将产品卖得更加便宜，用户便难以留存。

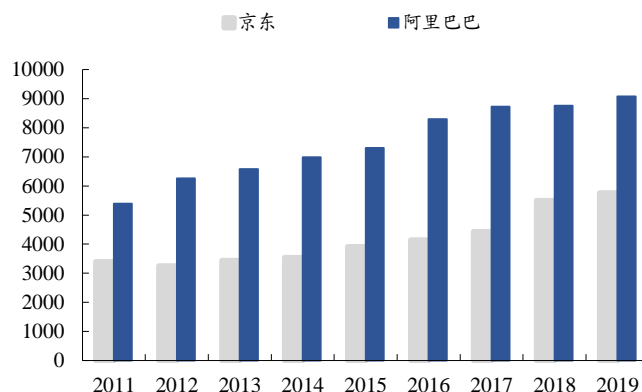
图 9：垂直型电商单用户年均支出额（元）

图 10：综合型电商单用户年均支出额（元）



注：当当 GMV 数据基于海航科技重组报告书中收入占比进行推算

数据来源：公司公告，东吴证券研究所



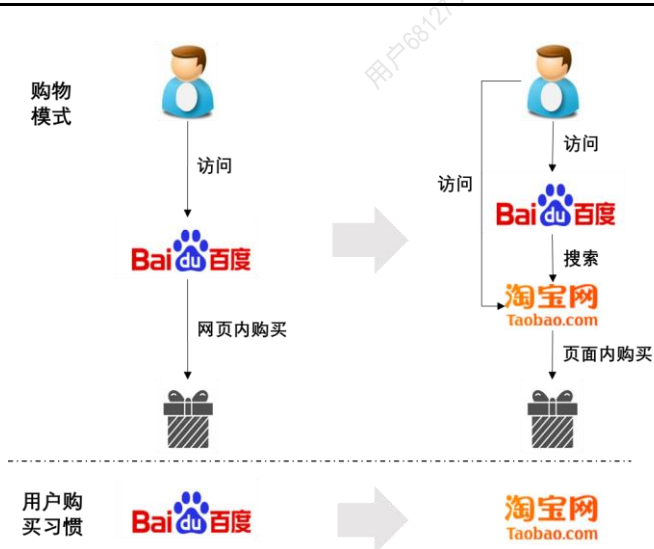
注：京东 2017 年后调整了 GMV 披露口径，我们根据 GMV 扩充倍数对之前数据进行了追溯调整，下同

数据来源：公司财报，东吴证券研究所

1.4. 电商平台核心竞争优势小结

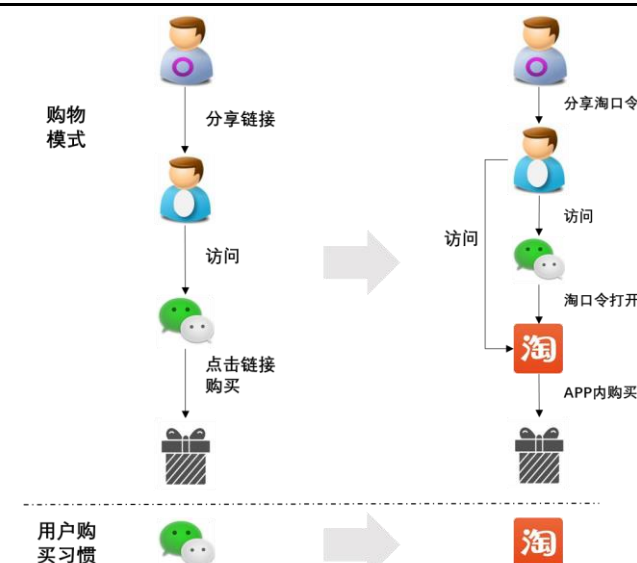
根据我们以上的分析，组成 GMV 的三个变量是用户复购和留存是直接体现，而决定这三个变量大小的就是平台的品类丰富度。所以用户一旦形成网购习惯就会流向品类最丰富的平台，这就是电商平台马太效应的底层解释。只要平台的用户复购和留存情况出色，平台就会拥有庞大的 GMV。阿里的崛起从来没有依赖过主流流量平台，在 PC 互联网时代，阿里屏蔽了百度的搜索入口；移动互联网时代，阿里又屏蔽了微信。但对主流的流量入口的屏蔽并没有影响到阿里的崛起，阿里反而越来越强大，这就是因为，消费者一旦形成网购习惯，就会自然流向品类最丰富的平台，而阿里就是那个平台。

图 11：阿里对百度的屏蔽



数据来源：东吴证券研究所整理

图 12：阿里对微信的屏蔽



数据来源：东吴证券研究所整理

我们清楚投资者会自然而然的想到一些例外，例如京东和唯品会，既然品类的丰富

是核心，为何这些平台可以做得很成功？

京东的成功我们已经做过解释。一方面在于 3C 产品的高客单价导致京东的用户年度支出额远远高于一般垂直电商，所以在用户的留存上具有明显的优势；另一方面在于履约是电商的关键环节，京东在履约上找到了独特的竞争优势，而这种优势又因 3C 家电产品的高客单价而加强，从而可以扩充到更多的品类，使得京东逐渐成为综合型电商平台。

但不同于上述众多的电商平台，唯品会非常例外，作为服装领域的垂直电商，实现了远好于其他垂类电商的出色业绩，唯品会可以成功，主要在于平台并非同质化的产品销售，而是找到了区别于其他平台的核心卖点——特卖。服装品类具备单品多 SKU、行业高库存等特性，公司切入了品牌产品的去库存需求，由于已经是库存商品，公司可以获得远低于市场的采购成本，同时售价也会非常便宜，平台要快速的把产品销售出去，对选品的要求就非常高，因此导致唯品会的产品较为差异化，这就是唯品会独特的地方。虽然当前公司的经营方式略有变化，但品牌特卖已占据消费者心智，运营上壁垒较高。因此才具有较为出色的经营业绩，可以看到，公司在运营数据上具备成功电商平台的普遍特征，高用户购买频次（在其他垂直型电商仅 4 次购买频次的情况下，公司已经实现 8 次），高用户年度支出额，基于独特的商品类别，其客单价也高于一般垂直型电商。

表 1：唯品会关键运营数据（单位：元、次）

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
年度活跃买家数 (百万)	1.5	4.1	9.4	23.6	36.6	52.1	57.8	60.5	69
单用户年度支出	1215	1375	1467	1340	1547	1574	1875	2165	2148
客单价	249	258	268	268	293	304	324	299	262
购物频次	4.9	5.3	5.5	5.0	5.3	5.2	5.8	7.2	8.2

注：计算单用户年度支出的 GMV 数据中 2017 年之后的数据来自公司公告，此前数据均为根据收入与 GMV 的关系进行推算

数据来源：公司财报，东吴证券研究所

综上所述，在淘系的马太效应下，京东之所以可以走出来，是因为电商不仅是信息的展示，还需要履约，京东在履约环节做出了差异化的体验。唯品会可以逐步壮大是因为在商品上做到了差异化。因此同质化的商业模式无法脱离淘系的引力范围，成功的平台都是找到了差异化的点从而发展壮大。那么，拼多多到底采用了什么样差异化的商业模式才异军突起取得成功？

2. 拼多多的崛起到底有何不同

2.1. 拼多多找到了差异化的商品供应链

拼多多起家所掌握的是被淘系抛弃的低价产品供应链，因此与淘系是完全差异化竞争，可以看到公司早期就已经展现出了远高于其他平台的用户购买频次，表明拼多多在早期就不存在品类扩充的难题。而其他平台没有找到与淘系存在着明显差异的供应链，同质化竞争时就难以应对淘系的马太效应，扩品类时就困难重重。

图 13：2017 年各电商平台用户购买频次（次）



注：当当与蘑菇街数据根据已有历史数据进行推断

数据来源：公司财报，东吴证券研究所

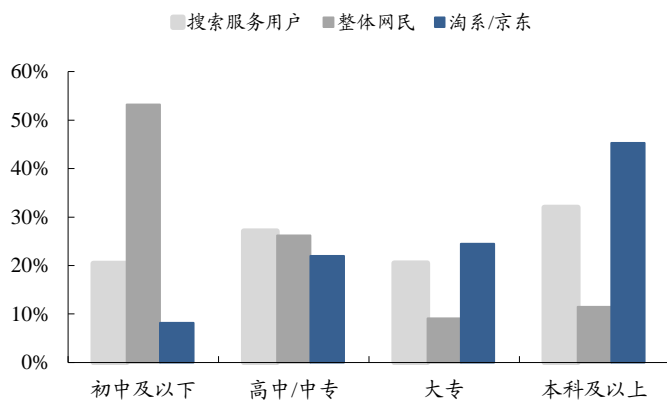
2.2. 用不同于淘系的商业逻辑开拓了低线城市的用户红利

传统的电商平台多是消费者基于自己的需求去寻找商品，是一种搜索行为，即“人找货”，但是拼多多最初的商业逻辑却是“货找人”，即在平台（微信）已经具有非常大流量的基础上，拼多多通过精选少数几款 SKU 来对接这些流量的潜在需求，从而实现商品的销售（延续了拼多多的前身——拼好货——的商业逻辑）。这种新的商业思路开发了当时搜索型电商触及不到的低线城市用户，使拼多多具备了发展壮大的条件。

高线城市的互联网用户很难意识到搜索是一种使用门槛较高的互联网行为（大家可以尝试用英语在谷歌上搜索英文资料感受一下）。下图是 2016 年搜索服务用户和整体网民的学历情况，可以看到高中以上人群才是搜索用户的主要使用群体（占比 80%），其中又以本科及以上占比最大，搜索型电商（淘系/京东）的用户符合这一分布原则，分布情况甚至更加极端（由于是 2018.04 的数据，因此已经是淘系享受了部分低线城市红利之后的结果）。而这与整体网民的学历分布完全不同，超过 53% 为初中及以下群体，而这部分群体又占我国人口的主要部分（69%），且重点分布在经济不发达的低线城市，这直接导致淘系、京东在下沉市场的用户扩张举步维艰。

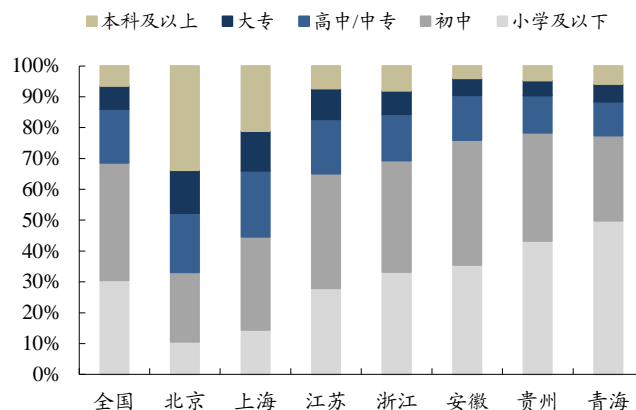
图 14：搜索用户与整体网民学历情况对比

图 15：我国部分省市学历占比情况（2017）



注: 淘系/京东为 2018.04 数据, 其余为 2016.12 数据

数据来源: Questmobile, 企鹅调研平台, 东吴证券研究所



数据来源: 国家统计局, 东吴证券研究所

下表中可以看到淘系在 2016 年高线城市用户红利几乎已经用尽, 2017 财年 (2Q16-1Q17) 仅增长 3200 万买家。但是我们看到此后买家数又恢复至快速增长状态, 是因为开始享受低线城市的用户红利, 而这与拼多多的崛起密不可分。

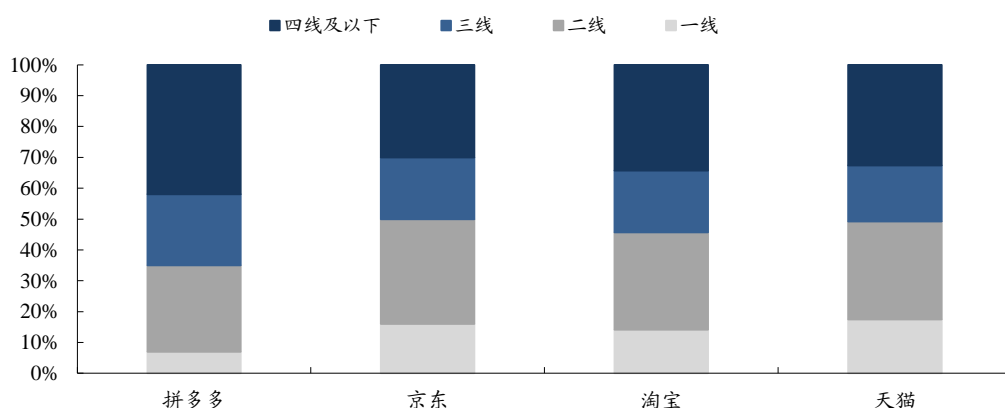
表 2: 阿里年度活跃买家数季度变化 (百万)

	4Q15	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18
年度活跃买家数	407	423	434	439	443	454	466	488	515	552
环比新增买家数	21	16	11	5	4	11	12	22	27	37

数据来源: 公司财报, 东吴证券研究所

拼多多的崛起并非搜索逻辑, 而是推荐逻辑, 这种“货找人”的推荐逻辑直接降低了用户购买商品的使用门槛, 从而才挖掘起了低线城市用户蓝海, 培养了之前电商平台未触达人群的使用习惯。早期拼多多的用户主要分布在低线城市就是较好的证明。

图 16: 不同电商平台用户 2017-2018 年分布情况



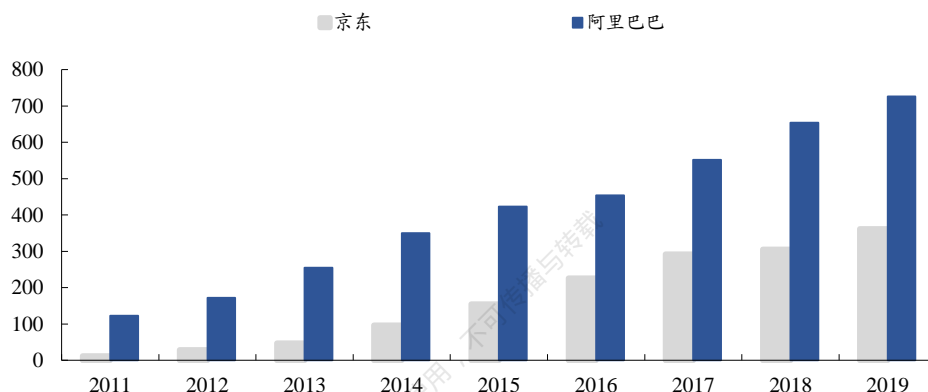
注: 拼多多、京东为 2017.11 数据, 淘宝、天猫为 2018.04 数据

数据来源: 极光大数据, Questmobile, 东吴证券研究所

拼多多这种新型商业逻辑开创了下沉市场的用户红利, 培养新增用户使用习惯的同

时，也让淘系、京东等平台享受了相同的红利。阿里的受益我们已经看到。而京东由于用户基数较小，晚于淘系在 2018 年遇到了用户增长瓶颈，于是在下半年提出加大下沉市场用户开拓力度，公司在低线城市已经布局了物流基础设施，但在产品价格上与低线城市的消费力存在差距，因此开始发力更低价格的产品供应链，后来又启动“京喜”项目，可以看到公司成效显著，用户数环比加速增长，2019 年新增用户超过 70% 来自低线城市，至 2020Q3 这一数字已达到 80%。低线城市用户数的增长也使得当地物流基础设施的利用率提高，公司履约费用率逐步下降，成为经营利润率逐步改善的主要动力之一。

图 17: 阿里、京东年度活跃买家数（百万）



注：从图中可以看到，阿里在 2016 年，京东在 2018 年都遇到了用户的瓶颈，但此后都出现了新的增长。

数据来源：公司财报，东吴证券研究所

表 3: 京东年度活跃买家数季度变化（百万）

	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20
年度活跃买家数	314	305	305	311	321	334	362	387	417	442
环比新增买家数	12	-8.6	0.1	5.2	10.8	13.1	27.6	25.4	30	24.2

数据来源：公司财报，东吴证券研究所

3. 拼多多与淘系的核心差别：用户需求分层及背后的客单价提升

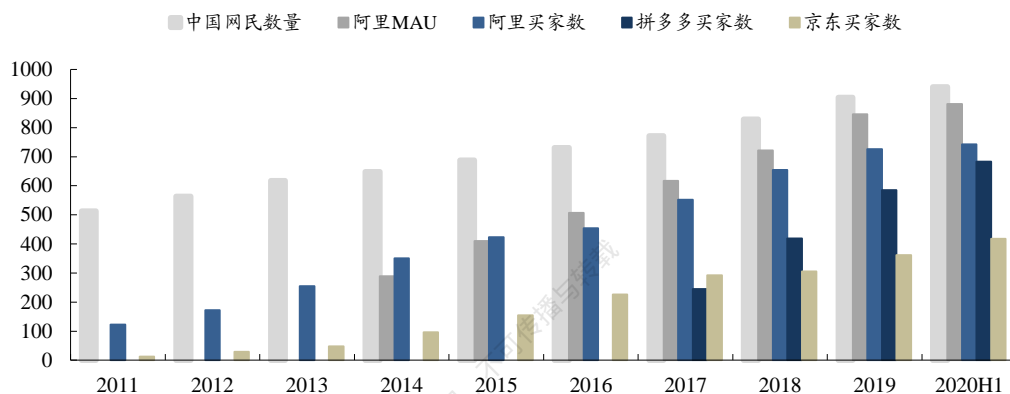
3.1. 拼多多与淘系的商业模式日益趋同？

要理解两家公司的核心差异，我们首先来看看两家公司越来越相似的部分。拼多多开创性的商业逻辑开拓了下沉市场的用户红利，为自己赢得发展空间的同时，也为电商渗透率的提升注入了新的增长动力。但时至今日，拼多多与淘系在用户群体和流量来源上日益趋同。

3.1.1. 用户群体已无明显差异

拼多多崛起于低线城市，最初拥有大量的独占用户，但当前，拼多多与淘系的用户已基本趋同。下图中可以看到，拼多多与阿里的用户体量已十分接近，二者的年度活跃买家数至 2020Q3 均已超过 7.3 亿，单一一家公司的用户数相对于 2020Q2 全国整体网民数量 9.4 亿已处相似量级（阿里的月活 2020Q3 甚至已超过 8.8 亿），三家平台的买家数加起来已 2 倍于整体网民规模，因此可以证明三家平台的用户重合度已经很高。

图 18：三大电商平台年度活跃买家数与中国网民数量对比（百万）



数据来源：wind，公司财报，东吴证券研究所

极光大数据披露的详细数据更能说明问题，拼多多、手机淘宝的独占用户仅 11-13%，其余均为重叠用户，因此电商平台的用户群体已经非常重合。既然如此，拼多多与淘系的区别到底在哪里？

表 4：三大平台用户独占率与重叠率（2020.06）

独占率			重合率		
拼多多	手机淘宝	京东	拼多多∩淘宝	拼多多∩京东	拼多多∩淘宝∩京东
11.59%	13.03%	1.52%	58.91%	45.20%	32.48%

注：重合率=重合用户/并集，若 A 为目标 APP，B 为对标 APP，则重合率=A∩B/A∪B

独占率=独占用户/并集，若 A 为目标 APP，B 为对标 APP，则 A 独占率=A 独占/A∪B

数据来源：极光大数据，东吴证券研究所

3.1.2. 流量来源也在趋同

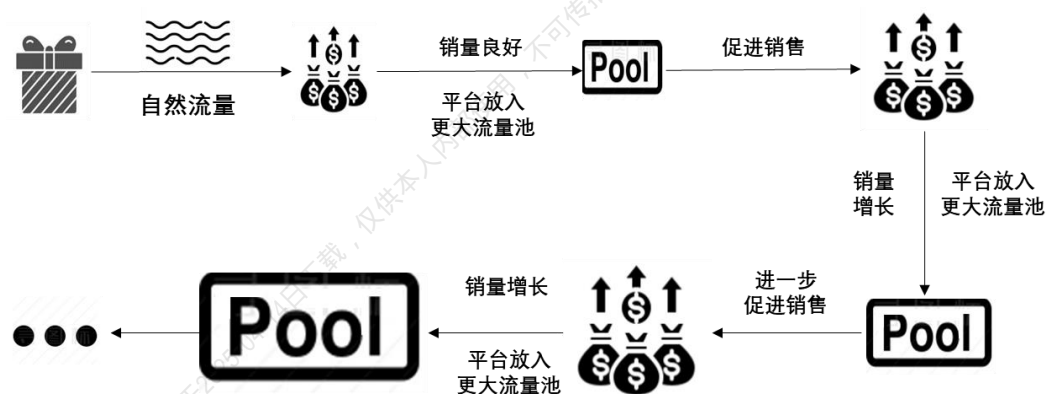
电商平台想要发展壮大就必须解决用户的留存和复购问题，因此公司持续进行品类的扩充，这导致两家公司除了品牌上的差异外品类也逐步趋同，而且拼多多也在推行百亿补贴，补贴品牌商品，以减少这一差别（表观上是这样）。用户的留存和复购导致拼多多的搜索型流量在快速上升（根据我们了解到的情况，搜索流量占比 30%左右），与淘系越来越接近，而淘系虽然目前依然以搜索流量为主，但推荐流量的占比也越来越高。

所以这很容易让投资者产生困惑：两家公司到底有怎样本质的不同，难道拼多多不就是在做另一个淘系吗？

3.2. 拼多多平台“低价”生态的形成机制

淘系与拼多多的核心差别不是用户的差别，而是对用户的需求进行了分层。拼多多上流量分配机制大致原理如下：某个产品上线，如果最初借助自然流量开始放大销量，那么平台就会把这个产品放到更大的流量池里面供消费者选择，如果依然可以继续放量，平台就会将该产品放到更大的流量池里，如此持续，这就是为什么拼多多上的单款产品可以实现远高于淘系的销量。所以拼多多上什么样的商品可以放量取决于供给与需求的匹配。这是一种非常市场化的机制，平台以这种方式运营，其生态的形成最终取决于市场的选择。而拼多多的崛起恰好承接了大量被淘系清洗的白牌商家，又恰逢国内过剩的廉价产品供应链产能，结合互联网用户未被满足的低价需求，从而才形成了我们所认识的“低价”生态。

图 19：拼多多上的流量分发机制

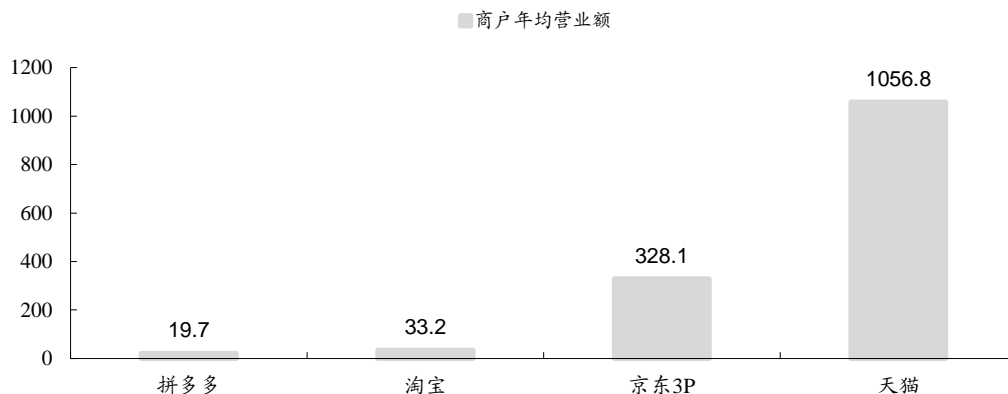


数据来源：东吴证券研究所整理

但问题在于，对于商家来说，不是所有 SKU 都适合降价冲量，所以一个商家在拼多多店铺里一般只有个别性价比款，基本是客单价最低款，由于商家一般不会拿中高端产品去降价冲量，买家看到中高端产品价格和天猫、京东等平台无异，自然就只关注性价比款了，久而久之用户心智形成，不管消费者收入水平如何都只会在拼多多上买高性价比产品，而中等溢价的产品就乏人问津了。

因此，品牌方在拼多多上的经营情况远不及淘系和京东。下图就很能说明不同平台上商户的结构和经营情况差异，拼多多以白牌商户为主，目前平均的销售情况仍然不及淘宝，但天猫 30 万品牌商户年均营业额已超过 1000 万，而京东平台业务品牌商户也接近 330 万。因此，相对于“二选一”，用户心智导致的商户盈利问题才是限制品牌方入驻拼多多的核心问题。

图 20：三大平台商户年均营业额（万元）



注：单商户营业额=当年 GMV/商户数量，淘宝、天猫为 2020 财年数据，其余为 2019 年，京东 2019 年 3P 的 GMV 数据为根据前几年数据推算

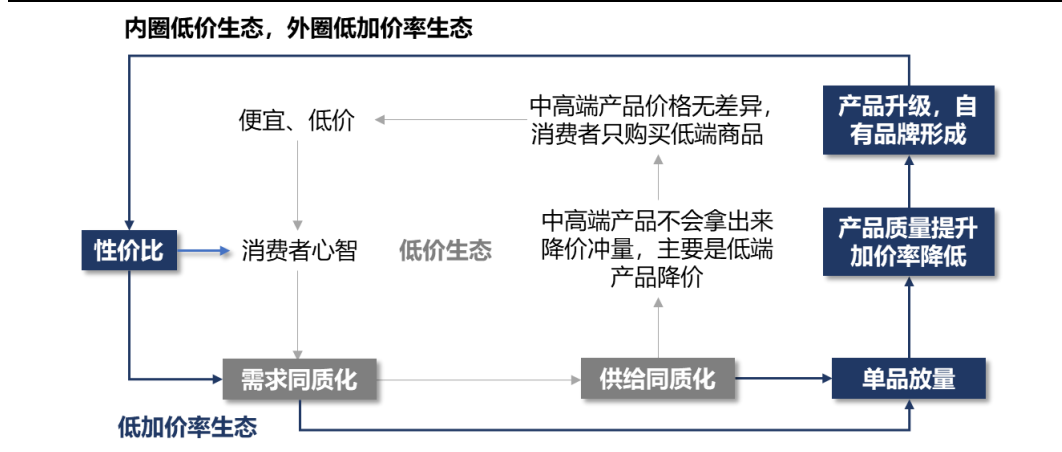
数据来源：拼多多、阿里、京东公司财报，豆瓣，东吴证券研究所

3.3. 单 SKU 的高销量带动平台从“低价”生态向“低加价率”生态转变

既然天猫、京东牢牢把握品牌商品的消费心智，那拼多多注定要走一条不同的道路才能推动 GMV 的持续提升。而我们对电商平台竞争优势的分析告诉我们，只要用户复购与留存情况出色，平台就会拥有庞大的 GMV。

我们已经认识到两家平台满足的是消费者的不同需求：低线城市低消费力人群和一线城市高净值用户的性价比需求都可以在拼多多上满足，但一线城市高净值用户的高价需求几乎全部在京东淘系完成。因此，用户在淘系上的需求是分层的（高中低档都有），但在拼多多上却是同质化的。同质化的需求又匹配了同质化的供给，从而平台上才容易出现各种爆款产品。从供应链的角度讲，由于单款 SKU 可以卖出很大的销量，因此可以对供应链掌握更大的话语权，会自然促使供应链降低加价率、提高产品质量，带动产品升级。让平台从原来仅卖低端性价比产品的“低价”生态向“低加价率”的生态转变（产品升级可以卖得更贵，但加价率依然是低的），在这个过程中，平台就会形成众多自有品牌（如新品牌计划），增强用户留存和复购，扩大平台 GMV。整个过程与好市多的竞争优势是同源的。

图 21：拼多多由低价生态到低加价率生态转变



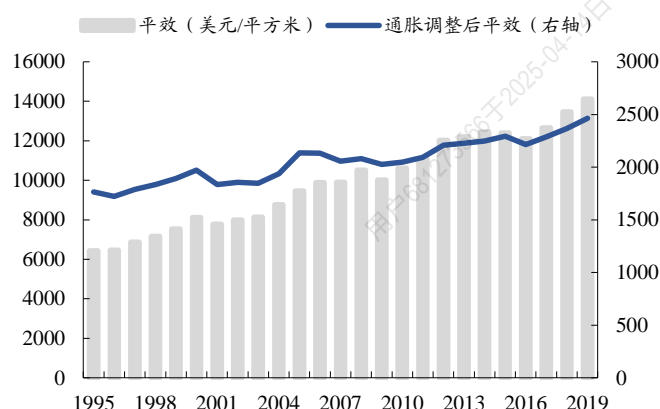
数据来源：东吴证券研究所整理

4. 好市多竞争优势的深度拆解及拼多多的传承与超越

4.1. 好市多超高经营效率的量化体现

我们在报告《流通损耗、渠道变迁与京东集团的竞争优势》中提到，好市多具备甚至高于互联网零售商的效率，使得线上化的大背景下，好市多依然可以维持平效的增长和利润率的提升，而其他线下零售公司都受到了冲击。（感兴趣的读者请阅读原文。）

图 22：好市多平效（CPI 设定 1972 年为 1）



数据来源：公司财报，东吴证券研究所

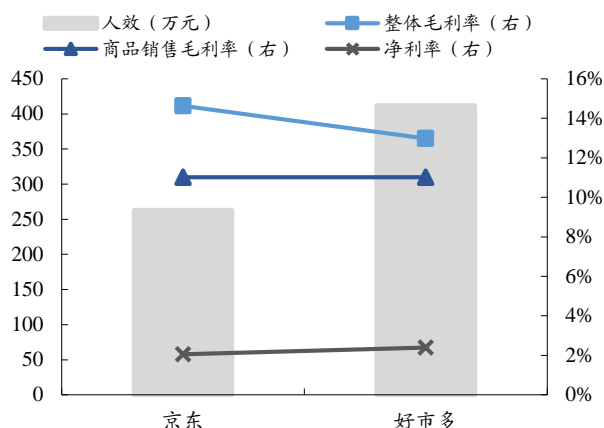
图 23：好市多净利率



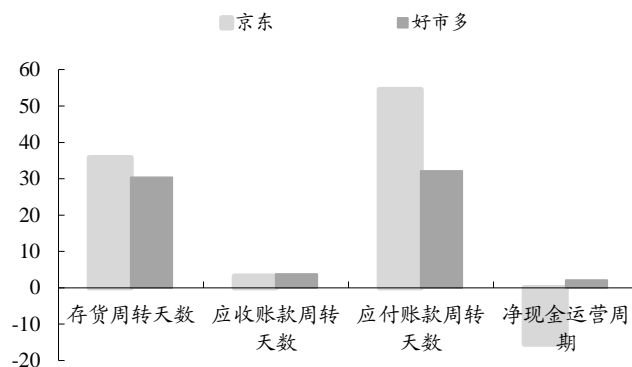
数据来源：公司财报，东吴证券研究所

图 24：好市多用更低的毛利率水平实现更高的净利率

图 25：京东好市多效率对比



数据来源：公司财报，东吴证券研究所



数据来源：公司财报，东吴证券研究所

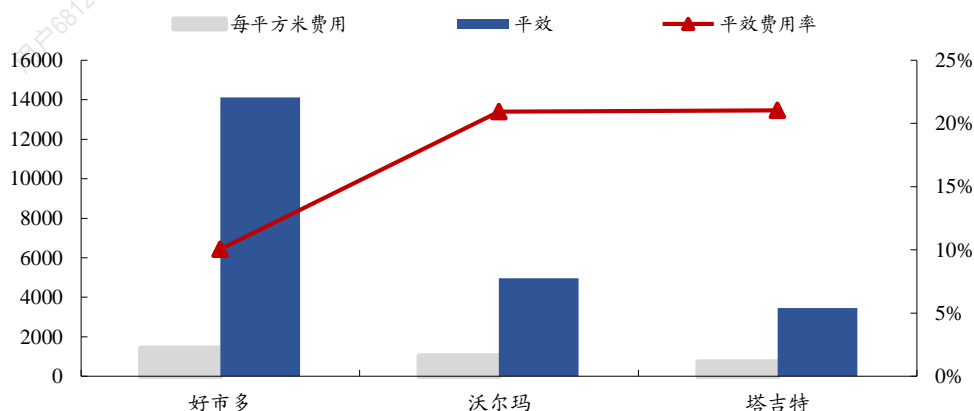
但我们上篇报告仅仅分析了好市多高效的结果和体现，却没有分析为什么好市多可以实现甚至高于电商的效率。本篇报告将对此进行解释，而问题的答案将让我们理解：拼多多为什么是另一个好市多。

4.2. 为什么好市多具备超高的运营效率

4.2.1. 超高平效是超高效率的直接原因

首先，好市多超高效率最直观的原因来自超高的平效。下图可以看到，虽然好市多每平米承担的费用绝对额相对于其他零售商并不占优势（主要在于好市多给员工的工资水平要高出 30% 以上），但其平效却是传统零售商的 3-4 倍之多，直接导致单位平效的费用率仅为其他零售商的一半（约 10%），所以才能够把商品的价差压到很低（商品销售的毛利率仅 11.02%），展现了我们上文看到的超高效率。

图 26：零售商平效、每平方米费用对比（美元）



数据来源：公司财报，东吴证券研究所

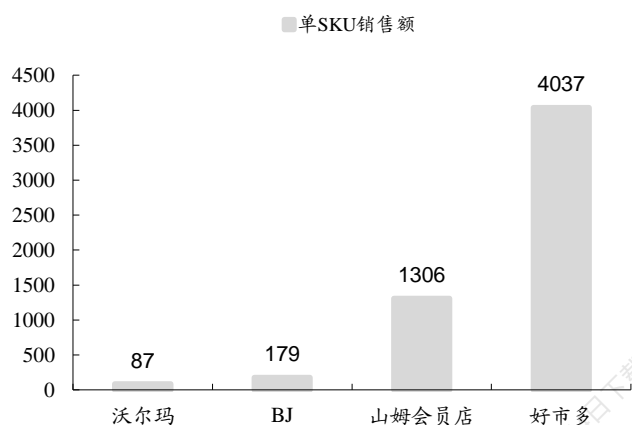
4.2.2. 单 SKU 的高销售额是非常强大的竞争优势——超高平效的底层原因

所以问题的答案就在于好市多是如何产生超高平效的，原因如下：

好市多是会员制零售商，消费者需要缴纳年费成为会员才能为好市多购物，因此好市多以会员费的形式已经对用户群体进行了限制，对用户的消费能力进行了筛选，面对的用户需求因此更加不分散。

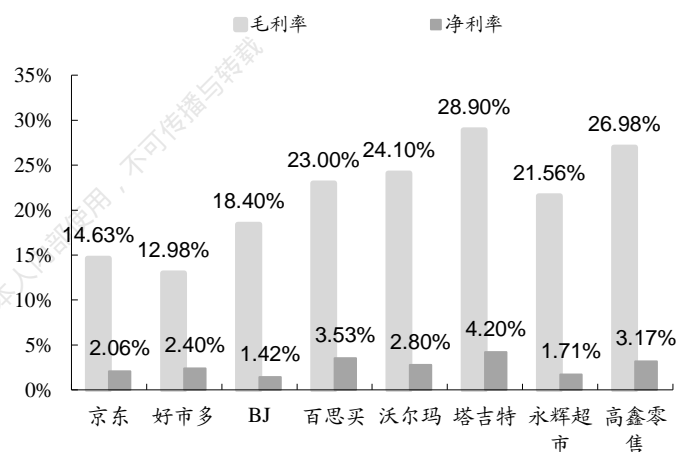
而供应链上，不同于传统零售商十几万、几十万 SKU 的量级，公司仅精选了 3700 个 SKU 来对接筛选后的相似需求，这导致单款 SKU 的销量可以比一般零售商做的更大，这意味着更低的采购成本，因此可以让商品获得更低的售价，更低的售价又吸引了更多的用户成为会员，更多会员又可以产生更大的销量……好市多甚至在商品销售上不追求盈利，仅通过会员费获取利润，这就进一步使得商品价差降低、毛利率下降，如此形成正循环，达到了远高于竞争对手的单 SKU 销售额，从而在同一商品上产生了远低于同业的售价——超高性价比。

图 27：不同零售商单 SKU 销售额（万美元，2019）



数据来源：公司财报，东吴证券研究所

图 28：好市多的毛利率远低于其他零售商（2019）



数据来源：公司财报，东吴证券研究所

好市多因此可以实现对供应链的深渗透与强把控。由于单品采购量大，对上游供应链施加的影响就大，产品品质就可以持续提升。商品 SKU 数量少大大加快了库存周转速度，这就要求好市多与供应商之间要保持紧密的数据联结，每个 SKU 操作流程都不断标准化，绝大多数供应商为保证产品质量和及时供货会设置专门的生产线生产好市多规格的产品，甚至独家供应，卖给好市多的产品也可以更加定制化，当前自有品牌 Kirkland 的销售占比已接近 30%。这些当前已经成为好市多独特的竞争优势。

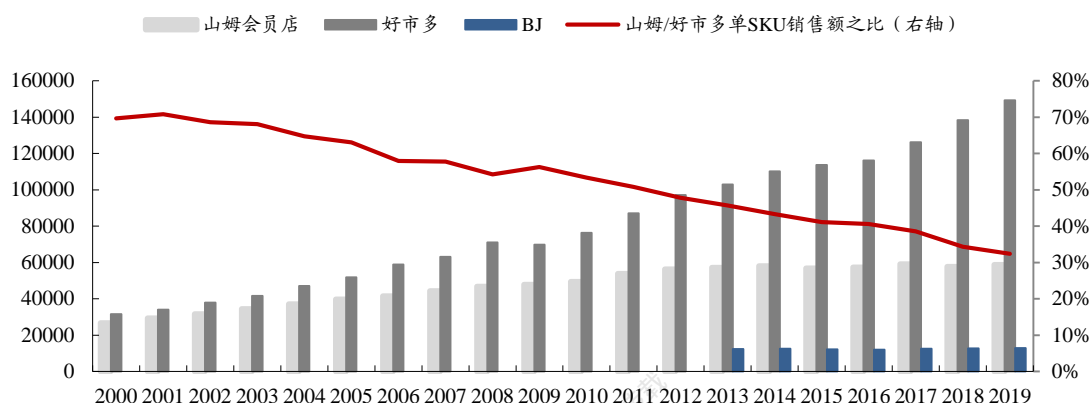
所以好市多的商业模式是一种极简模式，通过筛选用户和精简产品，将高质量的产品做到了其他竞争对手做不来的低加价率，因此才实现了超高的平效。

4.2.3. 好市多相对于竞争对手的优势是逐步扩大的

沃尔玛是全球最大的零售商，2019 年约 5200 亿美元的销售额，供应商数量超过 10 万个，是具备发达供应链的顶级零售企业。但即使如此，沃尔玛也未能成功复制好市多的商业模式，旗下的山姆会员店也是会员制零售商，可以看到 2000 年初，两家公司的销售额差距并不明显，但随着时间的推移，两家公司的差距越来越大（山姆会员店 2019

年商品销售收入为 587.9 亿美元，不到好市多的 39.4%)。就如前述分析，好市多的商业模式强者恒强，单款产品销量取得领先后就可以把售价降得更低，而山姆会员店单款产品的销量远远不及好市多，导致其商品无法像好市多那样具有性价比，好市多的领先优势逐步扩大。

图 29：好市多和山姆会员店相对优势变化与单 SKU 销售额之间的关系



数据来源：公司财报，东吴证券研究所

4.2.4. 好市多模式在用户留存与复购上的领先优势

公司不仅在经营效率上优于电商企业，在用户留存与复购上也不输互联网零售商。由于会员费设置了高门槛，导致其用户规模远小于沃尔玛这种普适型零售商，但是对这些相似的需求匹配上相应的供应链产品后，公司的客户消费力（客单价）和客户忠诚度（购买频次）就远远超过沃尔玛，用户购买频次已经达到亚马逊、京东的水平，客单价更是一骑绝尘，这使得好市多的单用户年均支出甚至能与淘系旗鼓相当。我们已经证明，用户年均支出额越高，零售商就越容易留存用户，好市多在北美的会员续费率高达 91%。

表 5：不同公司关键运营指标对比（2019）

	好市多	沃尔玛	亚马逊	京东	淘系
年度活跃买家数（百万）	98.5	1425	约 500	442	757
用户年均支出（美元/元）	1516	365	682	5761	9076
购买频次（次）	10.6	4.8	10.0	12.3	90.0
客单价（美元/元）	143	75	68	469	101

注：京东、淘系为人民币，好市多、沃尔玛、亚马逊为美元单位；好市多数据为根据 2010 和 2015 年数据进行推断；亚马逊订单量数据来自 CNBC 上的官方公布，年度活跃买家数根据 Statista 公布的 2016Q1 数据推算；沃尔玛以全球城镇居民的 1/3 作为年度活跃买家，接待访客数来自财报披露，假设购买率为 50% 进行计算；好市多和沃尔玛相关数据的计算基于收入而非 GMV

数据来源：各公司财报，CNBC，世界银行，国家邮政局，Statista，东吴证券研究所

因此，好市多的这一模式让公司具备了远超线下零售商，甚至和互联网电商平台相匹敌的用户留存与复购，从这里便可以理解这种竞争优势对 GMV 的提升是多么显著。

4.3. 拼多多：好市多竞争优势的传承与超越

这个时候我们重新思考拼多多，就会发现拼多多构建竞争优势的方式与好市多是完全一致的，拼多多找到了同质化的需求匹配了相应的供给，从而容易产出爆款产品，放量之后就是加价率的降低和品质提升，用户复购和留存情况将自然提高。而好市多是以会员费设置门槛，筛选了用户之后，通过精选的商品进行匹配，实现单款产品的放量，从而构筑了难以逾越的竞争优势。所以拼多多就是另一个线上版的好市多，而且线上化甚至扩大了这种模式的优势：

1、好市多虽然商业模式高效，但由于深度参与供应链管理，商品 SKU 数量就会受到自身经营能力的限制；而拼多多是平台属性，并不直接参与商品销售，高性价比产品的放量完全是消费者和供应链自发匹配的结果，不受到平台自身供应链管理和商品管理能力的限制，所以产品 SKU 可以非常丰富，但只要单款 SKU 可以放量，那就可以进一步降低商品的加价率和推动产品质量的提升，而且平台已经开始参与供应链企业的优化与引导（新品牌计划），从而加快平台整体产品力的提升。

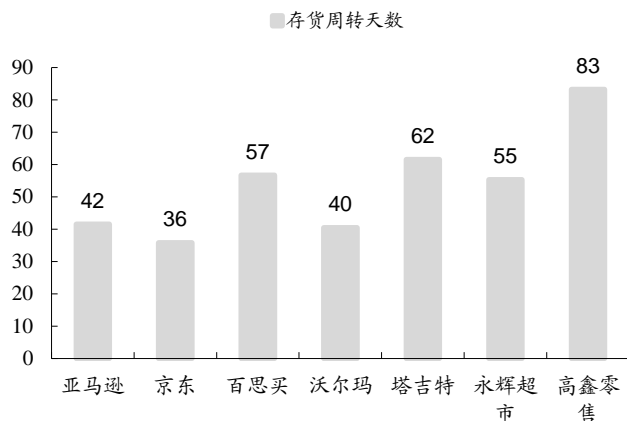
2、好市多是对消费者群体进行限制，而拼多多是对消费者的需求进行了聚焦，因此用户群体也会更广。

好市多的高效是品类的丰富度和用户规模都精简到极致的结果，而拼多多可以借助互联网平台化的优势，对用户与品类规模的限制都进行更好的平衡。对于这一点，我们可以从已有互联网零售商模式的优化中得到直观的理解。

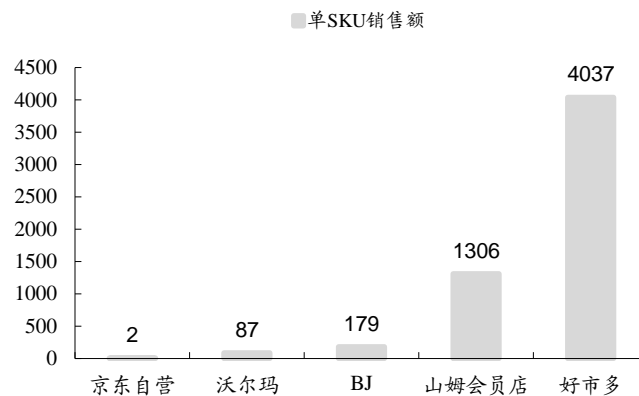
如下图，京东、亚马逊等线上零售商管理的商品 SKU 数量远高于线下零售企业的情况下，实现了更快的库存周转速度。一般线下零售商管理 SKU 数量在几万到十几万的量级，而沃尔玛有超过 10 万个供应商，管理的 SKU 数量至少在大几十万量级，能在这种商品量级下完成 40 天的库存周转已是非常高的效率；但京东在全国 700 个库房在库管理 SKU 数超过 500 万个（徐雷于 2020 中国企业领袖年会上的讲话），这种量级下库存周转天数也仅 36 天（2019）；亚马逊自营业务的 SKU 数量虽未知，但推测也大大超过传统零售商，其库存周转速度也达到了非常快的水平。如此可以看到线上化大幅扩展了零售商的品类（SKU）管理边界。

图 30：线上零售商库存周转速度更快（天，2019）

图 31：不同零售商单 SKU 销售额（万美元）



数据来源：公司财报，东吴证券研究所



数据来源：公司财报，搜狐新闻，东吴证券研究所

5. 拼多多各项关键指标的成长

我们已经对拼多多的核心竞争优势进行了深入的探讨，核心是认识到拼多多用户的复购与留存会持续提高，GMV 将因此而持续增长。以下是公司组成 GMV 各项指标的情况，我们将分析拼多多在各项变量上体现的竞争优势与发展变化。

表 6：全球顶级零售商关键运营指标对比

	好市多	沃尔玛	亚马逊	Shopee	京东	淘系	拼多多
年活跃买家数（百万）	98.5	1425	约 500	95	442	757	731
年均支出（美元/元）	1516	365	682	185	5761	9076	1720
购买频次	10.6	4.8	10.0	12.8	12.3	90.0	33.7
客单价（美元/元）	143	75	68	15	469	101	51

注：好市多、沃尔玛、亚马逊、Shopee 为美元数据，京东、淘系、拼多多为人民币数据；淘系、京东、拼多多活跃买家数据为 2020Q3 数据，其余为 2019 年数据；Shopee 活跃买家数为根据 2018 年及之前数据进行推算；其余数据计算方式均与表 4 相同

数据来源：各公司财报，CNBC，世界银行，国家邮政局，Statista，东吴证券研究所

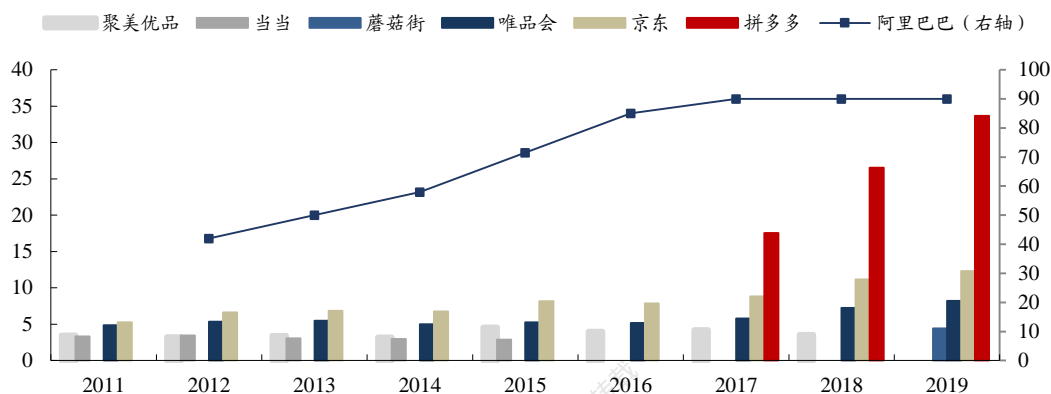
5.1. 用户数的天花板可参照淘系

这个因素我们已在拼多多崛起的章节进行了详细分析，从目前的用户体量和用户的增长速度来看，拼多多活跃买家数可以达到与淘系相当的水平，上限可参照国内网民总体数量。可参照图 18。

5.2. 用户购买频次将有进一步提升

只有通过对比之后才能明白拼多多的用户购买频次是多高的水平，公司当前已经成为仅次于淘系的第二高平台，远高于其他可比电商公司。在用户数依然快速增长的情况下，2019 年购买频次已达 33.7 次，体现出非常强的用户忠诚度，2020 年根据快递量与用户增长的情况来看，用户购买频次在进一步提升。

图 32：拼多多用户购买频次仅次于淘系（次）



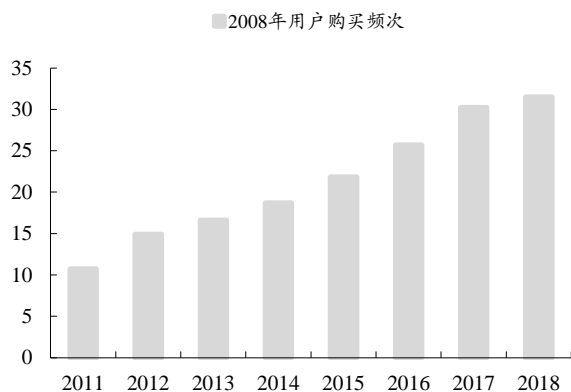
注：数据来源及计算方式同图 2

数据来源：各公司财报，东吴证券研究所

拼多多早期就已经展现出了远高于其他平台的用户购买频次，后来拼多多在快速增长，但用户购买频次依然在快速提高，表明老用户已经沉淀了更加高频的使用习惯，而新用户的购买频次按年分组也是越来越高的。

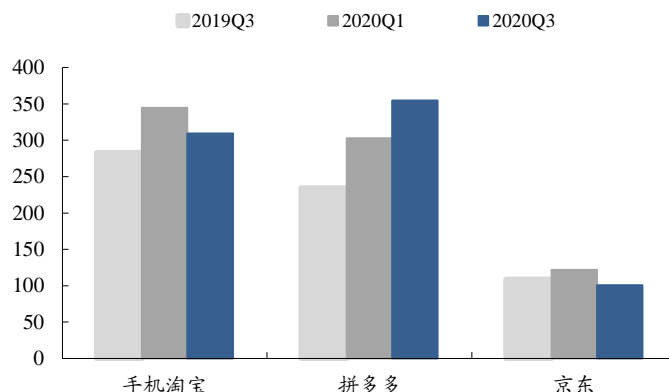
我们认为拼多多用户购买频次有继续提升的空间。一方面电商平台买家沉淀时间越长购买频次往往越高，而公司经营年限较短，买家数还在快速增长，因此当前购买频次被压低；另一方面，公司品类扩展还在继续，例如年初与国美战略合作，在 3C 家电品类上实现了进一步拓展。当前拼多多的人均月使用市场已超过手机淘宝 app，结合好市多与沃尔玛的人均购买频次对比，拼多多的人均购买频次将向淘系看齐。

图 33：京东 2008 年用户组的购买频次变化（次）



数据来源：公司财报，东吴证券研究所

图 34：月人均使用时长对比（分钟）



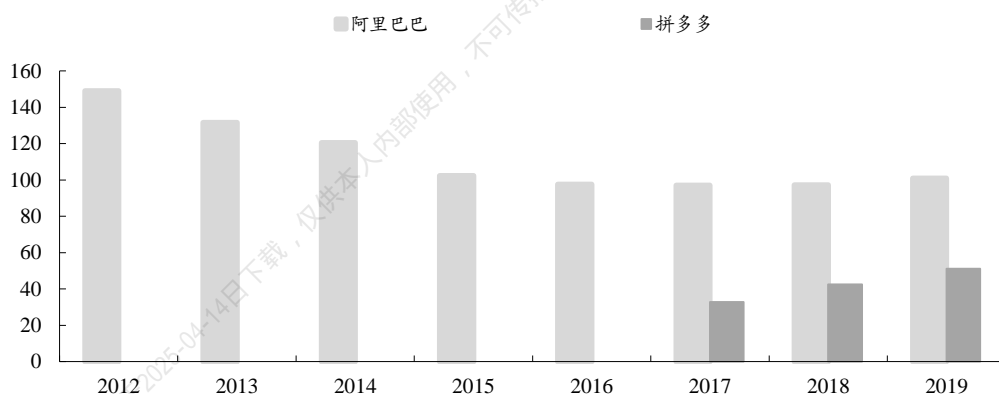
数据来源：Questmobile，东吴证券研究所

5.3. 客单价的提升并非一定要通过提升商品溢价实现

公司的单用户年支出额相对于主流的电商企业及零售公司存在较大差距，主要原因就在于客单价仍然较低。但提高客单价并非一定要通过提升商品的溢价实现，拼多多这种商业模式有提升产品力的自然动力，更高质量的产品可以要求更高的价格，但依然可以维持较低的加价率，从而带来客单价的提升。另外品牌商品也有去库存需求，品牌商的新品依然倾向于在天猫销售，但对于已经成为库存的商品，天猫已经没有流量倾斜的情况下，品牌方可以降价在拼多多上销售。所以拼多多即使品牌升级也是一条不一样的路线。

除了商品价格因素外，客单价还取决于用户购买力。公司推出了品牌商品的百亿补贴，表面上是通过品牌商品提高客单价，但核心在于吸引高净值用户进入平台，品牌商品定价透明、真伪容易识别，因此容易将用户引入平台，接下来一旦培养出使用习惯，就能带动其他高性价比商品的销售，从而有效推升客单价。

图 35：淘系与拼多多客单价对比（元）

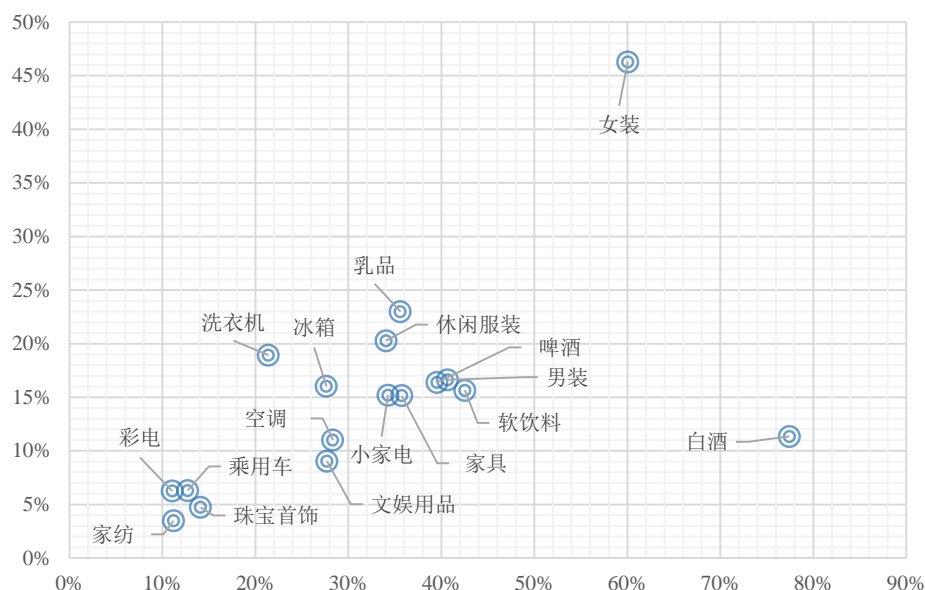


数据来源：公司财报，东吴证券研究所

5.4. 货币化率持续向淘系逼近

平台的货币化率源自商户的销售费用，下图可以看到，除了极少数品类外，商品的毛利率越高，商户愿意支出的销售费用率就越高，所以电商平台的货币化率多少最终取决于商品的毛利率。

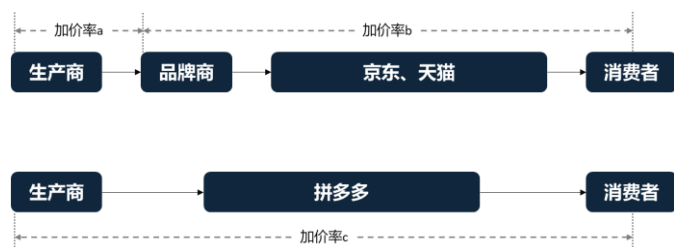
图 36：销售费用率与商品毛利率呈正比（横轴为毛利率，纵轴为销售费用率，2019）



注：数据行业划分源自申万行业
数据来源：wind，东吴证券研究所

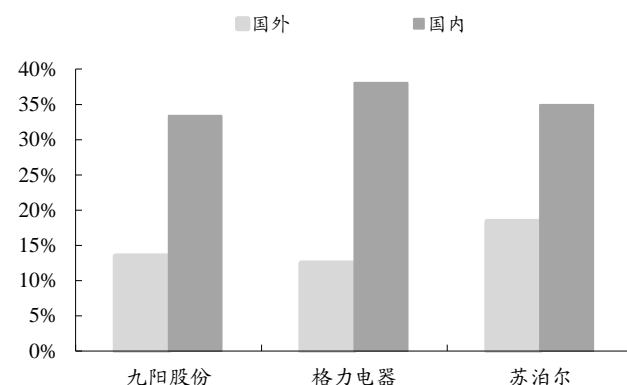
为避免我们上文多次提到的低加价率概念对投资者造成拼多多货币化率会很低的误解，这里需要对拼多多的低加价率进行详细说明，如下图所示，拼多多的加价率是从生产商将商品生产出来到最终卖给消费者时全流程的加价率 c ，低加价率是指加价率 c 远远小于 $a+b$ 。我们选取了典型的家电公司，出口业务基本为 OEM 业务，对国外销售的毛利率是纯生产的毛利率，可以大致理解为加价率 a （注：并不完全等同）；而国内业务为自有品牌产品的销售，由于品牌的溢价，毛利率就会大幅高于纯生产的毛利率，因此，国内-国外的毛利率差值就大致可以理解为加价率 b 。所以对于生产商来说，同样的商品拿到拼多多上面卖，只要加价率 $c > a$ ，那就是更加有利可图的，同时对消费者来说，商品就便宜的多，这就是流通链条缩短后带来的低加价率的意义。

图 37：加价率示意图



数据来源：东吴证券研究所整理

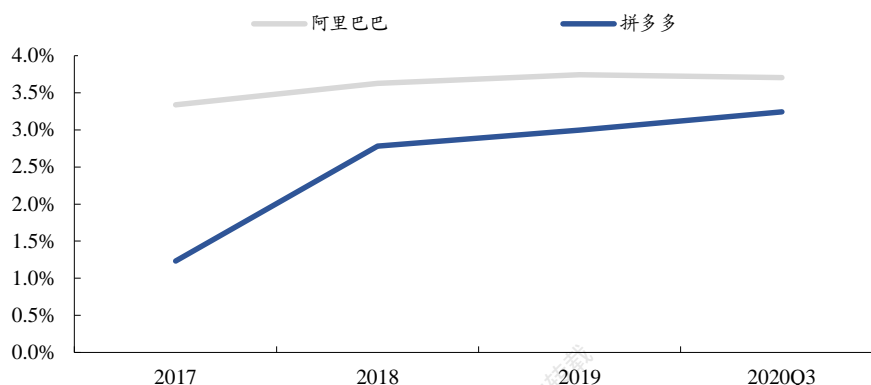
图 38：部分家电公司国内外毛利率对比（近 3 年平均）



数据来源：各公司财报，东吴证券研究所

而平台的货币化率就取决于加价率 b 和 c 的部分。即使 $b=c$ ，消费者在拼多多上购买的商品也要比京东、天猫便宜很多，因为从生产商到品牌商还存在较大的加价，而 $b=c$ 就足够使得拼多多的货币化率达到淘系的水平，这就是拼多多的货币化率在逐步向淘系趋近的核心原因。

图 39：拼多多、阿里巴巴货币化率



数据来源：公司财报，东吴证券研究所

相信投资者会疑惑，如果 $b=c$ 就意味着品牌商品和白牌商品的加价率是相同的了，品牌会有溢价，所以 c 会小于 b 。实际上，这一论断只在模式的链条是一样长的情况下才成立。在上图第一种模式中，如果生产商生产一种商品的成本是 10 元，以 30% 的加价率卖给品牌商（对应毛利率 23%），品牌商再以 50% 的加价率卖给消费者，则最终的售价是 19.5 元；但在第二种模式中，就算生产商以 50% 的加价率卖给消费者，售价也仅 15 元，中间的价差为 30%。由于节省了白牌到品牌的环节，生产商反而获得了更大的余地。

6. 盈利预测与估值

6.1. 盈利预测

6.1.1. 收入预测

由于公司社区团购业务刚刚开展，占公司整体业务比重非常微小，所以我们在此仅对电商业务进行预测。我们预计 2020-2022 年，公司收入分别为 524.1/821.4/1138.8 亿元，分别同比增长 73.9%/56.7%/38.6%。公司收入预测基于 GMV 的增长与货币化率的变化情况，具体如下：

我们对 GMV 的预测基于社零的线上化率会逐步提高，拼多多在网上商品和服务零售总额中的份额也会持续增大，基于此，预计 2020-2022 年公司 GMV 体量为 16913/24295/31354 亿元，同比增长 68.0%/43.6%/29.1%。

表 7: 公司 GMV 预测 (亿元)

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
社会消费品零售总额	366,262	380,987	411,649	392,208	443,329	469,929
yoy	10.2%	4.0%	8.0%	-4.7%	13.0%	6.0%
线上化率	19.6%	23.6%	25.8%	30.1%	31.4%	33.1%
网上商品和服务零售额	71,751	90,065	106,324	118,108	139,151	155,506
yoy	39.2%	25.5%	18.1%	11.1%	17.8%	11.8%
拼多多市占率	2.0%	5.2%	9.5%	14.3%	17.5%	20.2%
拼多多 GMV	1412	4716	10066	16913	24295	31354

数据来源: 公司财报, 东吴证券研究所

关于货币化率的预测, 我们预计公司 2020-2022 年货币化率分别为 3.10%/3.38%/3.64%。其中广告与佣金的货币化率分别如下:

表 8: 货币化率预测

	2020E	2021E	2022E
广告	2.78%	3.06%	3.32%
佣金	0.32%	0.32%	0.32%
总体	3.10%	3.38%	3.64%

数据来源: 公司财报, 东吴证券研究所

6.1.2. 基本假设

基本假设表如下:

表 9: 基本假设表

	2019	2020E	2021E	2022E
收入占比				
毛利率	79.0%	78.7%	79.6%	79.4%
销售费用率	90.2%	73.0%	62.0%	52.0%
研发费用率	12.8%	12.7%	10.0%	10.0%
管理费用率	4.3%	4.3%	4.3%	4.3%
其他比率				
其他收益	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%
实际税率	0.0%	0.0%	5.0%	8.0%
优先股损益占比	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
综合利息率	4.8%	3.0%	2.9%	2.8%

资产负债表假设

应收账款周转天数	40.8	41.8	42.0	43.0
预付账款周转天数	11.3	26.0	27.0	28.0
应付账款周转天数	1785.0	1621.0	1556.0	1488.0
预收款项周转天数	100.9	110.5	110.5	107.3

注：应付账款主要为应付商户款项及商户押金

数据来源：公司财报，东吴证券研究所

6.1.3. 盈利预测

根据以上收入和财务数据假设，我们预计公司 2020-2022 年实现归母净利润分别为 -44.9/52.3/169.5 元，分别同比增长 35.5%/216.5%/223.9%。

6.2. 公司估值

对于拼多多这样处于快速成长期的电商平台，由于处于获取用户和品类开拓的阶段，导致公司未能盈利，但是公司一旦开始变现就可以展现出很大的利润弹性，而公司稳态情况下可以实现的利润体量又是由 GMV 的体量决定的，因此使用 P/GMV 的估值方法更适合在当前阶段判断公司价值。

关于合理的 P/GMV 数值，阿里巴巴业务发展趋于成熟，盈利能力完全显现，且二者品类相似，我们可以参照阿里巴巴的 P/GMV 作为拼多多的估值锚，可以看到，最近几年，除 2018 年因资本市场熊市造成阿里巴巴的 P/GMV 值降至较低的 0.062（每 1RMB 元 GMV 对应 0.062 美元市值）外，正常基本在 0.09 上下波动，中位数为 0.087。

表 10：阿里巴巴 P/GMV 历史变化

	2017.12.20	2018.12.19	2019.12.19	2020.12.18	中位数
市值（亿美元）	4440.18	3547.9	5637.2	6975	
GMV（亿人民币）	48200	57270	65890	78298	
GMV-yoy	28.0%	18.8%	15.1%	18.8%	
市值/GMV	0.092	0.062	0.086	0.089	0.087

注：GMV 均为对应当财年 GMV，例如 2016 对应 2017 财年 GMV

数据来源：wind，公司财报，东吴证券研究所

根据前述分析思路，我们预计拼多多 2020-2023 年 GMV 分别为 16913/24295/31354/38277 亿元，同比增长 68.0%/43.6%/29.1%/22.1%。可以看到，至 2023 年，公司 GMV 的增长速度放缓至 20%附近的增速，与阿里巴巴电商业务 GMV 增速趋近，此时 P/GMV 数值又排除了增速的影响，因此，对拼多多的估值如下：

$FV = \text{拼多多 2023 年 GMV} * \text{阿里巴巴 P/GMV} = 38277 * 0.087 = 3330 \text{ 亿美元}$

按照 13.16% 的贴现率计算，对应 2021 年目标价 185 美元/ADR。

表 11: 贴现率取值依据

项目	取值依据	数值
无风险利率	无风险利率取美国 10 年期国债收益率	0.93%
贝塔系数	公司自上市以来股价波动，标的指数选择纳斯达克指数	0.84
市场回报率	参考近 5 年纳斯达克指数平均收益率	14.56%

数据来源：wind，东吴证券研究所

6.3. 投资评级

我们预计 2020-2022 年公司收入分别为 524.1/821.4/1138.8 亿元，分别同比增长 73.9%/56.7%/38.6%。归母净利润分别为 -44.9/52.3/169.5 元，分别同比增长 35.5%/216.5%/223.9%。公司具有独特的竞争优势和生意壁垒，在供应链上具有更强的掌控力，客单价的提升具备自然驱动力，我们根据 P/GMV 的估值方法给予公司 2021 年目标价 185 美元/ADR，首次覆盖给予“买入”评级。

7. 风险提示

竞争加剧风险。电商行业竞争激烈，阿里等领先电商企业实力强劲，若大举展开性价比商品竞争，如淘宝特价版和聚划算的大量补贴等，则可能会使拼多多的短期经营情况受到负面影响，影响公司业绩。

宏观经济下滑风险。宏观经济低迷会影响消费者的购买力，从而影响平台创收。

美股市场大幅波动风险。我们看好公司的长远发展，但公司短期股价上涨较多，且美股市场整体波动较大，短期可能出现回调。

美国监管政策风险。公司于美国证券市场上市，美国政府出台的相关证券监管法令及上市公司监管政策可能对公司在美国市场的正常交易产生影响，进而影响公司股价表现。

拼多多三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2019	2020E	2021E	2022E		2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	33,346	59,263	51,821	55,698	营业收入	30,142	52,410	82,142	113,884
短期投资	35,289	61,359	96,168	133,330	营业成本	6,339	11,156	16,734	23,428
应收账款	3,417	6,086	9,583	13,603	销售费用	27,174	38,259	50,928	59,220
预付账款及其他	950	3,785	6,161	8,858	研发费用	3,870	6,677	8,214	11,388
流动资产合计	73,001	130,493	163,733	211,488	管理费用	1,297	2,255	3,534	4,899
固定资产	41	79	126	162	营业利润	-8,538	-5,938	2,732	14,948
无形资产	1,994	3,184	4,977	7,290	其他收益-非经营	83	144	226	313
长期投资	0	0	0	0	净利息汇兑收入	1,459	817	1,092	876
经营租赁使用权资产	517	1,229	2,309	3,719	投资收益	29	486	1,458	2,285
其他非流动资产	503	8,110	12,711	17,623	利润总额	-6,968	-4,491	5,507	18,422
非流动资产合计	3,056	12,602	20,123	28,793	所得税	0	0	275	1,474
资产合计	76,057	143,096	183,856	240,282	净利润	-6,968	-4,491	5,232	16,948
短期借款	899	3,000	1,949	2,475	优先股利润分配	0	0	0	0
应付账款	31,429	50,234	72,330	96,836	归母净利润	-6,968	-4,491	5,232	16,948
应计负债及其他负	4,993	8,681	13,606	18,864	EBITDA	-7,900	-5,313	3,830	16,761
债									
预收账款	8,447	16,091	25,220	33,949	EBIT	-8,538	-5,938	2,732	14,948
流动负债合计	45,768	78,007	113,105	152,124	NOPLAT	-8,538	-5,938	2,595	13,753
可转换债券	5,207	18,600	18,600	18,600					
其他非流动负债	436	758	1,188	1,647					
非流动负债合计	5,643	19,358	19,788	20,247					
股东权益	24,647	45,731	50,963	67,911					
所有者权益合计	24,647	45,731	50,963	67,911					
负债和股东权益	76,057	143,096	183,856	240,282					
现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2019	2020E	2021E	2022E		2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	10,463	19,320	33,831	47,064	每股收益	-1.5	-0.9	1.1	3.5
投资活动现金流	-28,449	-35,611	-41,745	-45,047	每股净资产	5.3	9.3	10.4	13.8
融资活动现金流	20,792	42,209	472	1,860	发行在外股份	4650.0	4905.3	4905.3	4905.3
现金净增加额	2,806	25,917	-7,442	3,876	ROIC	-27.4%	-8.7%	3.6%	15.2%
					ROE	-28.3%	-9.8%	10.3%	25.0%
折旧摊销	638	624	1,099	1,812	毛利率	79.0%	78.7%	79.6%	79.4%
资本开支	-582	-2,564	-4,018	-5,571	归母净利率	-23.1%	-8.6%	6.4%	14.9%
营运资本变动	-18,363	-24,633	-30,277	-31,776	资产负债率	67.6%	68.0%	72.3%	71.7%
					营业收入增长率	129.7%	73.9%	56.7%	38.6%
					归母公司净利润增	-31.3%	35.5%	216.5%	223.9%
					长率				
					P/E	-150.8	-246.8	211.8	65.4
					P/B	42.6	24.2	21.7	16.3
					EV/EBITDA	-533	-838	1,163	266

注：每1份ADR等于4股股票；美元:人民币=1:6.5；公司于2020Q2和2020Q4分别进行了约11亿美元及32.5亿美元的定向增发，导致每股净资产大增

数据来源：贝格数据，东吴证券研究所

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>