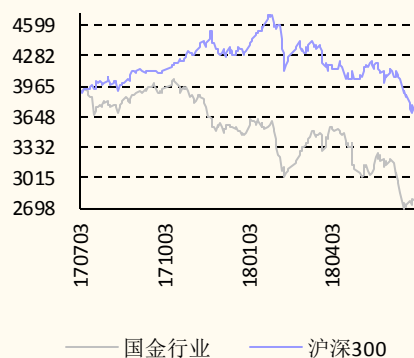


纺织品和服装行业研究 买入（维持评级）

行业深度研究

市场数据(人民币)

市场优化平均市盈率	18.90
国金纺织品和服装指数	2762.64
沪深 300 指数	3407.96
上证指数	2775.56
深证成指	9379.47
中小板综指	9492.29



相关报告

- 1.《产品革命到效率革命，零售新物种-小米，究竟改变了什么？-产品...》，2018.5.17
- 2.《纺织服装行业 2017 年、2018Q1 业绩总结：消费回暖趋势延...》，2018.5.4
- 3.《从“一个房间到底有多大”讲起——大数据视角下的二手房及连带消...》，2018.4.10

吴劲草 联系人
wu.jc@gjzq.com.cn

姬雨楠 联系人
ji.yunan@gjzq.com.cn

唐川 分析师 SAC 执业编号: S1130517110001
tangchuan@gjzq.com.cn

电商鲶鱼-社交电商拼多多，从哪里来，往哪里去？

行业观点

- 北京时间 2018 年 6 月 30 日，拼多多向 SEC 提交招股说明书，计划通过 IPO 募集不超过 10 亿美元，挂牌交易所尚未最终确定。
- 去中心化电商鲶鱼，搅动看似平静的电商格局。在拼多多横空出世之前，电商格局看似已经较为稳定，阿里和京东相应的垄断程度在加强，一些特色电商也是在寻找一些垂直领域在做。而拼多多的出现，搅动了整个行业的格局，让阿里和京东也不能掉以轻心。电商人货场三要素中，阿里与京东，更多的是在“货”和“场”上进行深化，而拼多多，加强了“人”与“人”的关系，像一条凶猛的鲶鱼，杀进电商市场，重构了营销框架，通过社交电商，另辟蹊径，实现了去中心化的营销路径。
- 如何“去腾讯化”是个问题。腾讯曾多次尝试涉入电商这个巨大的市场，但此前的尝试均不甚成功。一个重要的原因是，腾讯的基因是“社交”，而不是“电商”，而在拼多多身上，腾讯终于找到了突破的窗口，即“社交电商”。拼多多本身带有“拼单购物+社交”属性的，而拼多多的用户裂变和传播，是通过微信，QQ 等方式。腾讯多次加码拼多多给予融资，弥补其电商板块短板的意味明显。招股书中显示，2018 年 2 月，拼多多与腾讯达成长达五年的战略合作框架协议，双方将在支付解决方案、云服务和用户互动等多个领域合作。作为巨量存量腾讯用户支持的社交电商，某种意义上，拼多多其实是举着腾讯大旗的、腾讯在电商领域希望和阿里能够掰手腕的落子。但是拼多多，脱胎于微信号，爆发于小程序，可以说还是依赖腾讯和微信才实现了爆发，待其发展壮大到下一个体量后，是否能够“去腾讯化”，这现在还是一个问题。而一直在腾讯体系内，再进一步长大恐怕会受到一定限制。
- 若不能顺利完成用户价值“由量到质”的转变，那么拼多多天花板很快就会看到，这可能是拼多多未来，最关注的问题。实际上，拼多多的用户已经达到 3 亿，和京东一个体量，和阿里（5 亿用户）也是一个数量级，但是其 GMV 距阿里和京东还较远。拼多多早期的成长，来源于模式上的病毒式连锁传播，实现了用户数量的迅猛扩张。但是根植于腾讯平台，其人数增长已经慢慢可以看到天花板。下一步，拼多多希望看到的是，人均消费的提升，是一个用户从量到质的升级。不难看出，拼多多目前的操作，主要导向仍然是在“扩大流量”，如果没有顺利完成用户价值“由量到质”的转变，那么拼多多天花板，很快就能看见。这可能是拼多多未来，最关注的问题，但至少目前，还没有看到非常清晰的路径。
- 拼多多估值——上限 388 亿美元，合理范围 155 亿-233 亿美元。2018 财年阿里的最近财年对应 P/GMV 为 0.65，我们预计拼多多 18 年 GMV 为 3,943 亿元。因此按照阿里 P/GMV 估值体系，计算得拼多多的估值上限为 388 亿美元。我们认为阿里本身是零售平台的霸主级企业，其 P/GMV 估值应该是有溢价的。所以 388 亿美元，可以理解为是站在 2018 年末拼多多估值的上限。在这个估值体系基础上，市场可能会对拼多多的估值水平进一步打折扣，我们认为拼多多现时点还无法享受阿里的估值体系，综合目前电商平台和市场格局，叠加对去腾讯化的担忧，我们认为其 GMV 估值水平在阿里的 40%-60%为较为合理的水平，对应估值在 155 亿-233 亿美元。

风险提示

- 无法顺利上市、假冒或侵权的产品监管风险、第三方物流服务质量风险、电商行业竞争加剧风险、广告收入模式持续增长不及预期风险

内容目录

1.拼多多：“拼单”模式社交电商，成立3年 GMV 突破 1,400 亿元	5
1.1 拼多多概述：电商界黑马，首创“拼单”模式的社交电商平台	5
1.2 从公众号到行业鲶鱼，拼多多的前世今生	5
1.3 年轻化的团队，员工平均年龄 26 岁	6
1.4 融资用途与公司战略	7
2.拼多多式滚雪球运营：用户流量裂变、低价商家聚合	8
2.1 抓住消费心理“软肋”，具有流量滚雪球效应的“拼单”模式	8
2.2 低价商家聚合，爆款产品价格优势明显	10
3.财务分析：转型平台模式，营收快速增长，净亏损率收窄	12
3.1 营收情况：17 年高速增长，18Q1 营收同比增长 36 倍	12
3.2 全面转向平台业务，毛利率转正，净亏损率收窄	13
4.拼多多五问	16
4.1 凶猛的电商鲶鱼，从哪儿来？	16
4.2 为什么拼多多上的商品可以这么便宜？	17
4.3 拼多多现在究竟长到多大了？	18
4.4 用户数渐近天花板，用户价值如何由量到质？	22
4.5 拼多多到底应该是什么估值？	23
5.结语：该怎么看拼多多这条凶猛的电商鲶鱼	24
风险提示	25

图表目录

图表 1: 2018.3 及 2017.12 综合电商 APP DAU 均值 (百万) 及排名	5
图表 2: 公司发展历程.....	6
图表 3: 公司主要股东持股数量及比例.....	6
图表 4: 公司董事及高管介绍.....	7
图表 5: 拼多多 APP 界面及功能介绍	8
图表 6: 拼多多产品逻辑.....	9
图表 7: 拼多多平台“拼单”步骤及特点.....	9
图表 8: 网络购物小程序周榜单 TOP3 (2018/6/18-2018/6/24)	10
图表 9: 平台畅销商品列表综合电商典型独立 APP2017 年 11 月卸载用户 12 月去向.....	10
图表 10: 拼多多畅销商品列表及与淘宝价格比较.....	11
图表 11: 2016 -2018 Q1 营收 (亿元)	12
图表 12: 2016 -2018 Q1 营收 (亿元) 及增速	12
图表 13: 2017 Q1 至 2018 Q1 营收季度变化 (亿元)	12
图表 14: 2016 -2018 Q1 分业务营收 (亿元)	12
图表 15: 2016 -2018 Q1 分业务毛利率.....	13
图表 16: 2016 -2018 Q1 毛利率	13
图表 17: 2017 Q1- 2018 Q1 季度毛利率.....	13
图表 18: 2016 -2018 Q1 营业成本 (亿元)	13
图表 19: 2017 Q1-2018Q1 在线市场服务季度成本 (亿元)	14
图表 20: 2016-2018Q1 营销投入.....	14
图表 21: 2017 Q1-2018Q1 营销投入季度变化	14
图表 22: 2016-2018Q1 净利润 (亿元) 及净亏损率.....	15
图表 23: 2017 Q1-2018Q1 季度净利润 (亿元) 及净亏损率.....	15
图表 24: 拼多多历史融资.....	16
图表 25: 腾讯电商领域产品/投资失败举例.....	16
图表 26: “非拼单”模式下商品与用户的关系.....	17
图表 27: “拼单”模式下商品与用户的关系	17
图表 28: 拼多多“纸巾爆款”可心柔.....	18
图表 29: 可心柔的“拼工厂”	18
图表 30: 电商 APP 日均下载用户数 (万人)	19
图表 31: 电商 APP 日均活跃人数 (万人)	19
图表 32: 电商 APP 人均单日使用次数	19
图表 33: 电商 APP 人均单次使用时长 (min)	19
图表 34: 电商 APP 活跃用户 30 日留存率.....	20
图表 35: 截止过去 12 个月的年活跃买家数 (百万)	20
图表 36: 截止过去一季度的平均月活买家数 (百万)	20

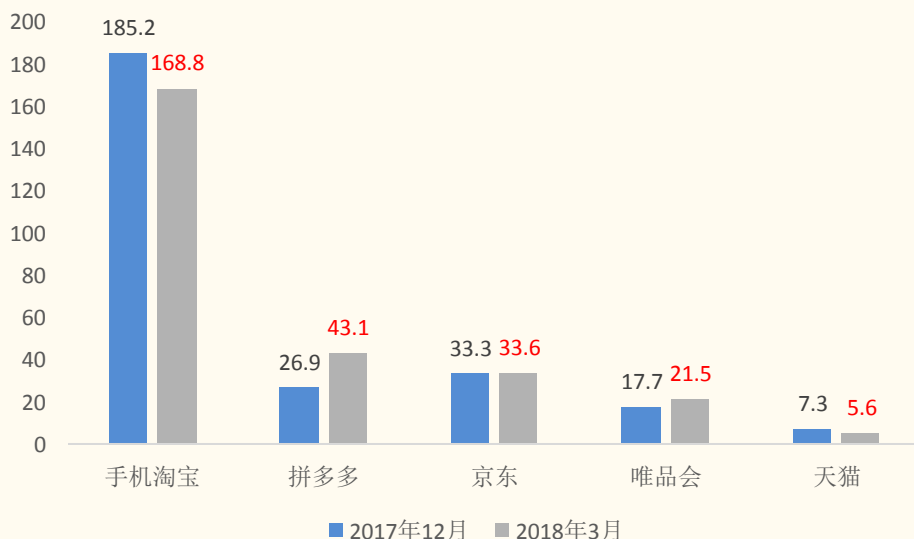
图表 37: 截止过去 12 个月单个活跃买家年消费额 (元)	20
图表 38: 截止过去 12 个月 GMV (亿元) 及增速	20
图表 39: 拼多多与阿里、京东指标比较.....	21
图表 40: 拼多多与阿里、京东 GMV (万亿元) 比较	21
图表 41: 拼多多与阿里、京东年活跃用户数 (亿) 比较.....	21
图表 42: 拼多多与阿里、京东最新年报营收增速比较.....	21
图表 43: 阿里单个活跃买家年消费额 (元)	22
图表 44: 京东单个活跃买家年消费额 (元)	22
图表 45: 官方微博声明.....	22
图表 46: 各综艺冠名费汇总.....	23
图表 47: 公司季度 GMV 测算与预测 (亿元)	23
图表 48: 拼多多估值的敏感性分析.....	24

1.拼多多：“拼单”模式社交电商，成立3年GMV突破1,400亿元

1.1 拼多多概述：电商界黑马，首创“拼单”模式的社交电商平台

- 拼多多是率先推出“拼单”模式的社交电商平台：用户可通过发起和朋友、家人、邻居的拼单，以更低廉的价格买到商品。因此，平台买家会积极向熟人介绍和分享平台产品，新买家又会向更广泛的家庭和社交群体分享，自发产生低成本的流量，实现买家群的指数增长。庞大和活跃的买家群吸引更多商家入驻平台，庞大的销售规模促使卖家提供更具竞争力定价的产品，从而实现良性循环。
- 2017年及2018Q1平台GMV分别为1,412亿元和662亿元，订单总数分别达到43亿和17亿。2017年，平台上的活跃买家数达到2.45亿，移动应用平均月活跃用户数为6,500万。截至2018年3月31日的最近12个月期间，平台上有超过100万的活跃商家数，2.95亿的活跃买家数，1.03亿的移动应用平均月活跃用户数。
- 18年3月日活用户数超越京东排名第二，成为电商黑马：极光大数据显示，17年12月综合电商APP日活用户排行前三分别为手机淘宝、京东和拼多多。18年3月拼多多日活用户数达4,310万，超越京东（3,360万）成为日活用户数排名第二的综合电商APP。

图表 1：2018.3 及 2017.12 综合电商 APP DAU 均值（百万）及排名

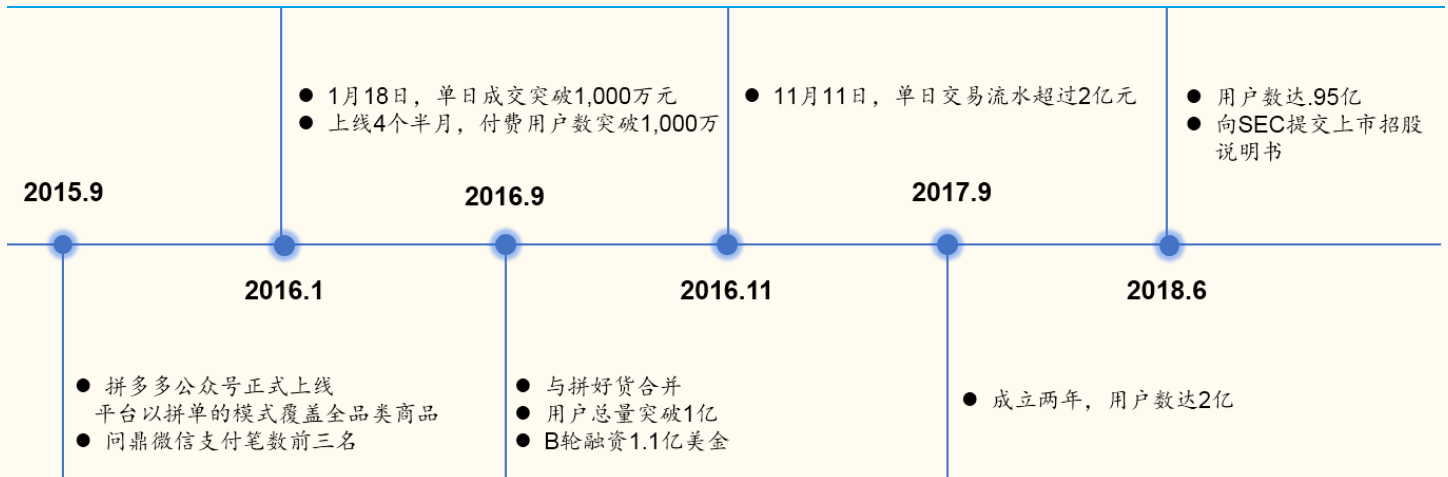


来源：极光大数据，国金证券研究所

1.2 从公众号到行业鲶鱼，拼多多的前世今生

- 拼多多于2015年9月正式成立公众号，是现任CEO黄峥创办的游戏公司的内部孵化项目，上线4个半月，用户数突破1,000万，2016年9月用户数突破1亿，2016年9月拼多多与黄峥本人创办的拼好货合并，组建成为目前的拼多多公司。获得超过1亿美金投资，引入腾讯等投资者，2016年“双11”单日交易流水超过2亿元。2017年9月，用户数突破2亿，2018年6月，用户数达2.96亿，向SEC递交上市招股说明书。至今，成立仅3年、坐拥近3亿用户的拼多多，毫无疑问，成为了电商行业一条凶猛的“大鲶鱼”，搅动了整个看似格局已定的电商行业。

图表 2：公司发展历程



来源：公司官网，国金证券研究所

- 目前拼多多公司创始人、董事长兼首席执行官黄峥在所占股比为 50.7%，对公司拥有绝对控制权。腾讯所占股比为 18.5%，高榕资本所占股比为 10.1%，红杉资本所占股比为 7.4%。黄峥计划在本次发行后，拿出其拥有的 2.3%公司股份成立私人慈善基金，推动企业社会责任建设。

图表 3：公司主要股东持股数量及比例

股东名称	持股数量（百万股）	持股比例
黄峥	2,074	50.70%
腾讯	755	18.50%
高榕资本	412	10.10%
红杉资本	303	7.40%
其他股东	544	13.30%
合计	4,088	100%

来源：公司招股说明书，国金证券研究所

- 公司自成立伊始设立 VIE 架构：2015 年，拼多多在开曼群岛注册成立 Walnut Street Group Holding Limited 作为离岸控股公司，同时成立其香港全资子公司 Walnut HK，Walnut HK 成立其全资中国子公司杭州微米。2018 年，Walnut HK 分别成立另外两家全资中国子公司上海拼多多和深圳前海信之江。

1.3 年轻化的团队，员工平均年龄 26 岁

- 2017 年 12 月 31 日，拼多多公司共有 1,159 名员工，平均年龄 26 岁。而 2015 及 2016 年同期员工数分别为 455 人和 531 人，员工数增速迅猛。2017 年拼多多平台总下单数为 43 亿单，GMV 为 1,412 亿元，年活跃买家数为 2.45 亿。意味着拼多多员工人均支撑 370 万个订单和 1.2 亿 GMV，人均服务 20 万消费者。

图表 4：公司董事及高管介绍

董事和高管成员	年龄	职位
Zheng Huang	38	董事长兼首席执行官
Lei Chen	38	董事兼首席技术官
Zhenwei Zheng	34	董事兼产品开发高级副总裁
Junyun Xiao	38	董事兼运营副总裁
Haifeng Lin	41	董事
Zhen Zhang	41	董事
Nanpeng Shen	50	独立董事
Jianming Yu	46	董事
Qi Lu	57	独立董事候选人
George Yong-Boon Yeo	64	独立董事候选人
Tian Xu	40	财务副总裁

来源：公司招股说明书，国金证券研究所

- 黄峥(Zheng Huang)是公司创始人、董事长兼首席执行官，自 2016 年 9 月，拼好货、拼多多宣布合并，担任新公司的董事长兼首席执行官。2004 年在谷歌总部担任软件工程师和项目经理，后回到中国加入谷歌中国的团队。2007 年，从谷歌离职，开始自己创业，并先后创办手机电商、电商代运营和游戏公司。在浙江大学获得计算机科学学士学位，在威斯康星大学麦迪逊分校获得计算机科学硕士学位，主要研究数据挖掘。

1.4 融资用途与公司战略

- 本次拟通过 IPO 募集资金用于扩大业务运作、技术研发与投资、营运资金需求及潜在战略投资和收购。
- 公司计划采取以下增长策略：提高买家基数和参与度；扩大商品选择和供应；提升品牌知名度，继续坚持严格的质量控制；进一步提高技术能力；追求战略投资和扩张机会及吸引和留住人才。

2.拼多多式滚雪球运营：用户流量裂变、低价商家聚合

2.1 抓住消费心理“软肋”，具有流量滚雪球效应的“拼单”模式

- 营造“买到就是赚到”的购物氛围，让用户觉得“占到便宜”：拼多多 APP 的浏览首页主要分为产品类目、促销简介、销售推广和商品推荐四个部分。界面上有大量刺激用户各种消费欲望的标识例如“1.9 起抢抢抢”、“天天领现金”、“9 块 9 特卖”、“砍价免费拿”等，给用户一种“不点进去、不买就亏了”的感觉。首页界面设计其实是一种极其了解人性、深谙消费者心理“软肋”的体现。
- 同时列出“单独购买”和“发起拼单”两种价格，潜在暗示用户“拼单”：在拼多多产品页面，会显示出商品“单独购买”和“发起拼单”后的两种价格，通常需要至少两名买家才能“拼单”，“拼单”价格在“单独购买”价格的 40%-60% 左右。这样的价格对比列式，表面是给了用户两种选择，其实是暗示用户“拼单”能够“赚到”，促使用户选择“拼单”。
- 2017 年几乎所有平台订单都是由“拼单”形成。拼多多瞄准了被淘宝京东“轻视”的二线及以下城市和农村人群，抓住了这个消费群体对价格敏感的特点，以低价吸引了大量用户。

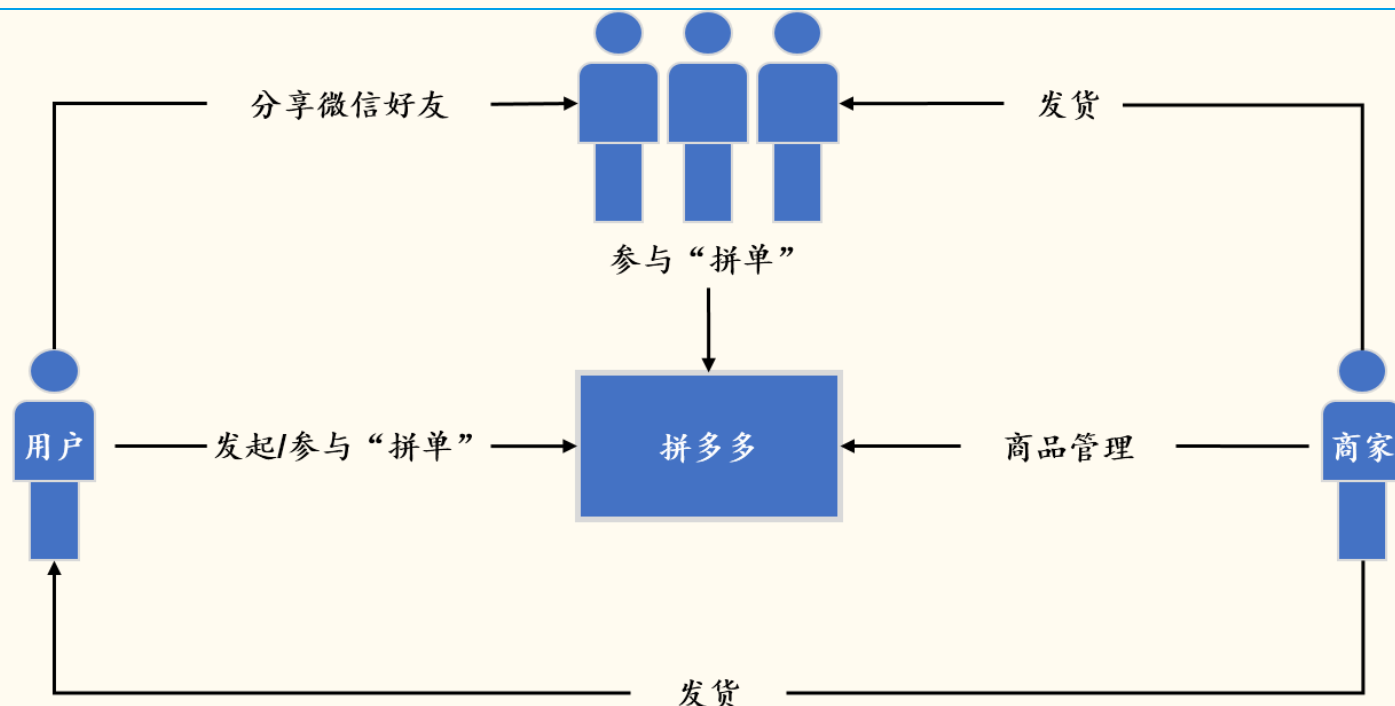
图表 5：拼多多 APP 界面及功能介绍



来源：公司 APP，国金证券研究所

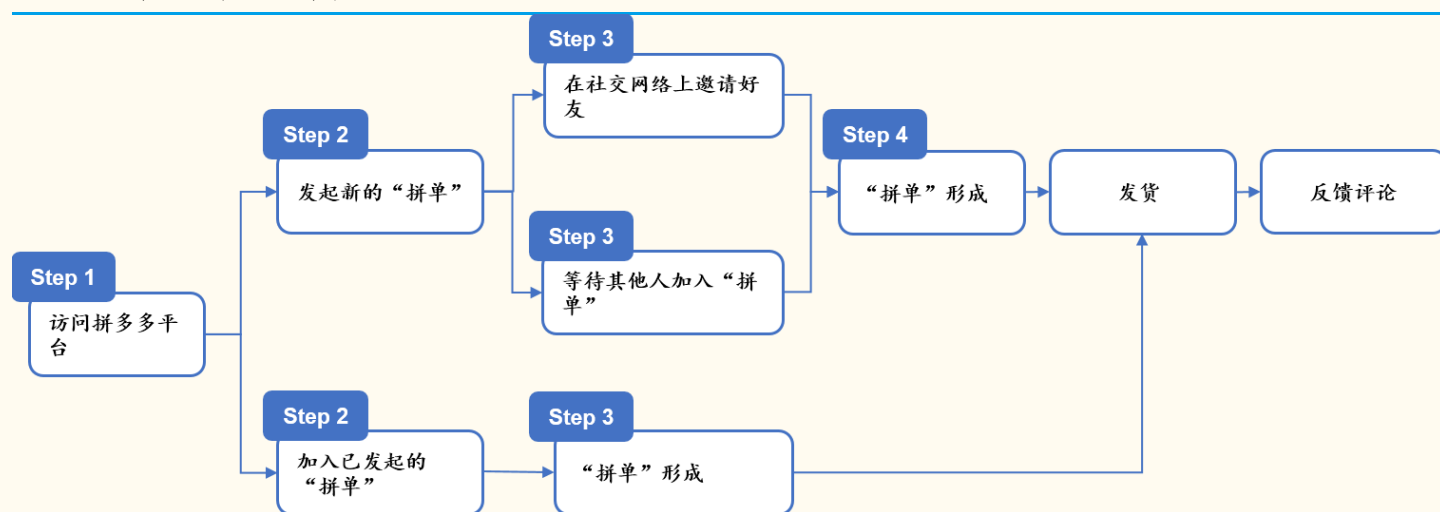
- “拼单”模式操作简单，便于目标用户人群操作。任一买家可发起“拼单”并在微信和 QQ 上分享产品信息，邀请好友组团，买家的社交联系人可将平台自发地引导至他们的社交联系人，从而吸引更多潜在的买家；在发起“拼单”后，买家也可以选择等待平台上的其他买家加入。此外，买家可以选择加入平台上列出的活跃“拼单”，这类“拼单”可能由不是其社交联系人的买家发起。
- 一个买家发起“拼单”后，平台将提供 24 小时来满足商家规定的最小人数规模。一旦达到最低买家数量，“拼单”将被确认。如果在 24 小时内没有达到最低人数规模，“拼单”将被取消，所有买家支付的款项将被退还。

图表 6：拼多多产品逻辑



来源：公司 APP，产品大观，国金证券研究所

图表 7：拼多多平台“拼单”步骤及特点



来源：公司招股说明书，国金证券研究所

- **具有流量滚雪球效应的“拼单”模式**：“拼单”享受价格优惠的模式下，平台买家会积极向熟人介绍和分享平台产品，大家共同享受价格优惠，新买家又会向更广泛的家庭和社交群体分享，自发产生更多低成本流量，实现买家数的指数增长。
- **“分享”及“拼单”是公司作为社交电商的新思路**，不可否认的是，公司极大程度抓住和享受了微信红利：2016 年公司 B 轮融资引入腾讯，使公司在移动电商流量几乎被淘宝、京东、天猫垄断的情况下，借力微信实现“分享拼单”模式的场景落地和快速发展。在社交关系的信用背书下，用户对平台的不信任感被大幅降低，“拼单”用户在购买到质优价廉的产品后，信任度进一步，可能会成为下次“拼单”的发起者，吸引更多用户，放大“滚雪球”效应。

- **2017 年起进一步享受微信小程序红利，成长迅速：**微信小程序 2017 年 1 月上线，是一种不需要下载安装即可使用的应用，用户扫一扫或者搜一下即可打开应用，不用关心是否安装太多应用的问题。自上线以来，拼多多已连续数月在阿拉丁网络购物小程序排行榜中位居前列。腾讯借助拼多多，也实现了自身社交流量的变现。

图表 8：网络购物小程序周榜单 TOP3 (2018/6/18-2018/6/24)

排名	小程序名称	类别	关联公众号数 ①	公众号预估阅读量 ①	成长指数 ①	阿拉丁指数
1	JD 京东购物	网络购物	18	29.3万	722	8975 ↓
2	拼多多	网络购物	3	68.4万	629	8831 ↑
3	唯品会	网络购物	81	208.4万	635	8003 ↓

来源：阿拉丁指数，国金证券研究所

2.2 低价商家聚合，爆款产品价格优势明显

- 平台提供全品类的商品，包括服装，鞋子，箱包，母婴护理产品，食品和饮料，新鲜农产品，电子电器，家具和家居用品，化妆品和其他个人护理用品，运动和健身用品和汽车配件等。平台覆盖近百万商家，入驻的品牌方超过百家，并与美的、惠氏、乐事、达芙妮、森马、奥康、热风、南极人、周大福、蓝月亮、OPPO 等知名品牌商合作。
- **平台用户与淘宝用户高度重合：**根据《2017 年移动互联网数据报告》，淘宝的卸载用户有 50.3%流向拼多多，而拼多多的卸载用户中则有 78.3%流向淘宝，可见这两个平台吸引的目标用户高度重合，未来相互对对方用户的争夺会越来越激烈。

图表 9：平台畅销商品列表综合电商典型独立 APP2017 年 11 月卸载用户 12 月去向



来源：QuestMobile，国金证券研究所

- **平台日用百货、家纺、食品和服饰类目畅销商品最多，较淘宝价格优势明显：**我们统计了拼多多平台上的畅销商品，发现例如抽纸、雨伞、卫生纸这类的日用品拼单数量巨大，最大拼单数量可超过 600 万；此外，床上用品、内衣家居服、大众服装、零食品类的最大拼单量也在 100 万以上。与淘宝中的销售单价进行对比后，我们发现相同或相似商品在拼多多的销售价格均不高于淘宝销售价格，平台商品价格优势明显。

图表 10：拼多多畅销商品列表及与淘宝价格比较

产品名	类目名	已拼数量（万件）	拼团价（元）	淘宝单价(元)
香约原木抽纸（30包）	日用百货	633	12.9	29.9
初采本色竹浆抽纸（8包-27包）	日用百货	504	7.9-26.9	29.99
慧生活遇水开花晴雨伞	日用百货	481	10.3-16.8	11.8-23.9
富豪天然竹浆卫生纸（40卷）	日用百货	433	27.9	29.9
俞兆林冰丝席二三件套	家纺	288	15.9-35.9	19.9-34.9
憨豆熊坚果零食大礼包（436g-820g）	食品	277	9.9-49.9	23.9-79
乐麦点 25 片原味手抓饼	食品	242	16.9-34.8	18-35.9
意大利袋鼠男士内裤 4 条	服饰	199	29.9	29.9
苏兴蒸锅（二三层，26cm-30cm）	日用百货	197	13.5-29.9	30-44.8
徽将军瘦到尖叫柠檬荷叶茶 200g	食品	189	14.9-18.9	24.8-35
碧素堂蜗牛精华面膜	美妆	189	19.5-21.8	28.9
菲尔美床单单件	家纺	172	9.9-19.9	12.9-20.9
莱弗凯吹风机	电器	163	16.8-29.9	19.9-42
舒服达小苏打牙膏（100-200g）	日用百货	150	5.1-9.9	6.9-11.88
月亮之上洗衣液（5斤）	日用百货	147	11.8	14.98
宜薇格桌面化妆品收纳盒	家装	139	6.56-22.56	9.9-61.99
女裤哈伦裤七分裤	服饰	121	5.9-9.9	27.9-34.9

来源：公司 APP，淘宝 APP，国金证券研究所

3.财务分析：转型平台模式，营收快速增长，净亏损率收窄

3.1 营收情况：17 年高速增长，18Q1 营收同比增长 36 倍

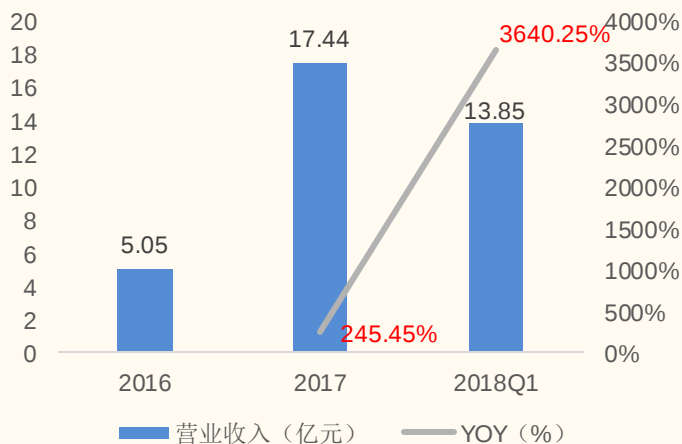
- 公司在 2016 年和 2017 年营收分别为 5.05 亿元和 17.44 亿元，同比增速为 245.45%。2018 年 Q1 营收 13.85 亿元，较 2017 年 Q1 营收 0.37 亿元同比增长 36.4 倍。成立 3 年来一直处于飞速发展阶段，每个季度环比数据呈现呈现大幅提升，无法用同比数据进行衡量。

图表 11：2016-2018 Q1 营收（亿元）

	2016	2017	2017Q1	2018Q1
营业收入（亿元）	5.05	17.44	0.37	13.85
YOY（%）		245.45%		3640.25%

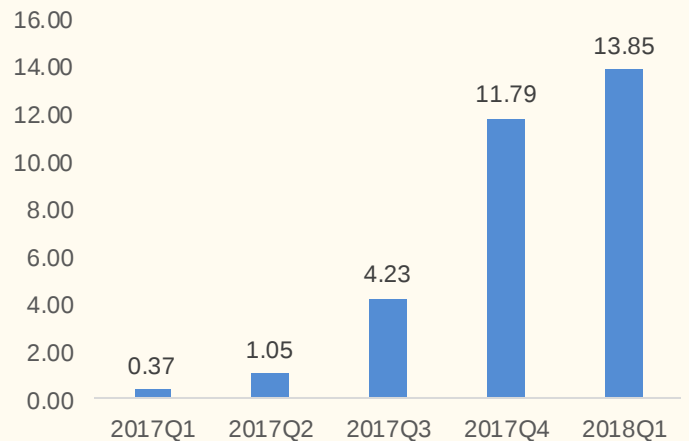
来源：公司招股说明书，国金证券研究所

图表 12：2016-2018 Q1 营收（亿元）及增速



来源：公司招股说明书，国金证券研究所

图表 13：2017Q1 至 2018 Q1 营收季度变化（亿元）



来源：公司招股说明书，国金证券研究所

- 2017 年 Q1 起由商品销售的自营模式转向在线市场服务为主的平台模式，在线市场服务 2017 年和 2018 年 Q1 同比增速分别为 35 倍和 40 倍。2017 年 4 月公司推出在线营销服务（广告），不再依靠平台的商品销售提供营收，业务模式向服务转型。在线营销服务 2017 年营收占比 69.3%，2018 年 Q1 占比 80%，已成为支撑公司营收主要手段。

图表 14：2016-2018 Q1 分业务营收（亿元）

	2016	2017	2017Q1	2018Q1
在线市场服务				
1) 在线营销服务	-	12.09	-	11.08
收入占总收入比	-	69.30%	-	80.00%
2) 佣金费	0.48	5.31	0.34	2.77
收入占总收入比	9.60%	30.50%	90.90%	20.00%
YOY（%）		3505.71%		4016.68%
商品销售				
收入占总收入比	90.40%	0.20%	9.10%	-
YOY（%）		-99.26%		-

来源：公司招股说明书，国金证券研究所

3.2 全面转向平台业务，毛利率转正，净亏损率收窄

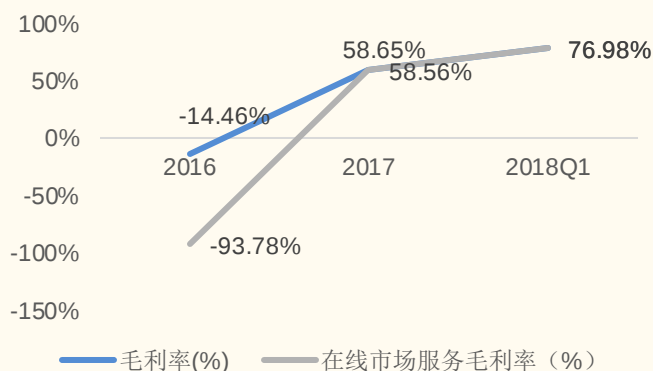
- **自营向平台转型带来毛利率高增长：**随着公司在 2017 年的业务转型，在线市场服务毛利率 2017 年由负转正，整体毛利率在 2018 年 Q1 达到 76.98%。

图表 15：2016-2018 Q1 分业务毛利率

	2016	2017	2017Q1	2018Q1
毛利率(%)	-14.46%	58.56%	-47.04%	76.98%
在线市场服务毛利率(%)	-93.78%	58.65%	-52.77%	76.98%
商品销售毛利率(%)	-6.07%	9.84%	9.84%	

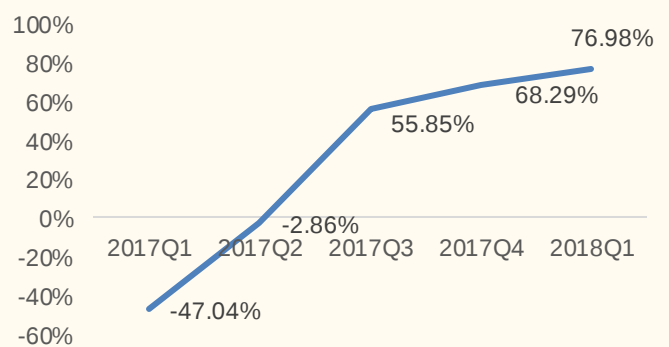
来源：公司招股说明书，国金证券研究所

图表 16：2016-2018 Q1 毛利率



来源：公司招股说明书，国金证券研究所

图表 17：2017 Q1-2018 Q1 季度毛利率



来源：公司招股说明书，国金证券研究所

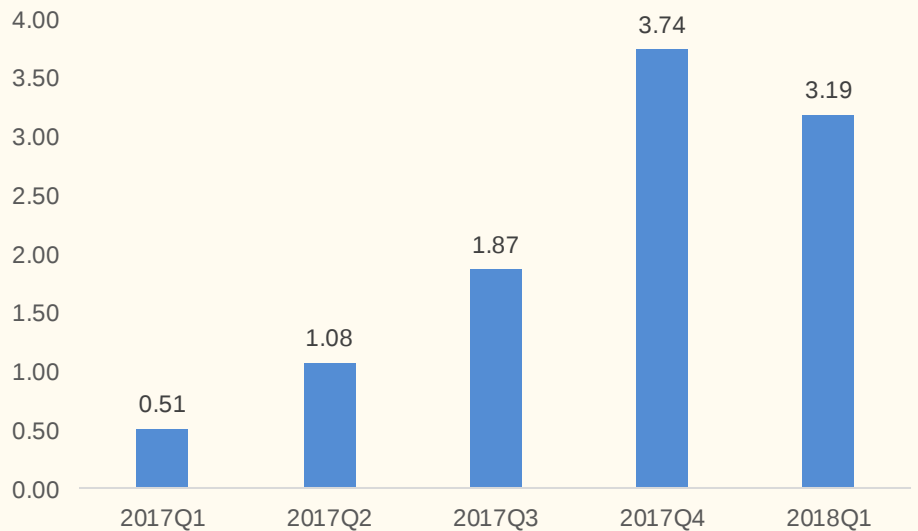
- **在线市场服务成本随业务扩张增加：**公司营业成本（包括线上市场服务成本及商品销售成本）由 2017 年 Q1 的 0.54 亿元增至 2018 年 Q1 的 4.86 亿元，这一增长主要是由于在线市场服务成本的增加。2017 年 Q1 公司在线市场服务成本 0.51 亿元，2018 年 Q1 大幅增至 3.19 亿元，在线市场服务成本的增长主要源于第三方在线支付平台付款处理费，带宽和服务器成本以及员工成本的增加。其中支付第三方在线支付平台的支付处理费用由 0.34 亿元增至 1.64 亿元，带宽及服务器成本由 0.07 亿元增至 0.88 亿元。由于不再经营在线直销业务，商品销售成本在 2018 年 Q1 减至 0。

图表 18：2016-2018 Q1 营业成本（亿元）

	2016	2017	2017Q1	2018Q1
在线市场服务成本	0.94	7.20	0.51	3.19
商品销售成本	4.84	0.03	0.03	0
合计	5.78	7.23	0.54	3.19

来源：公司招股说明书，国金证券研究所

图表 19：2017Q1-2018Q1 在线市场服务季度成本（亿元）



来源：公司招股说明书，国金证券研究所

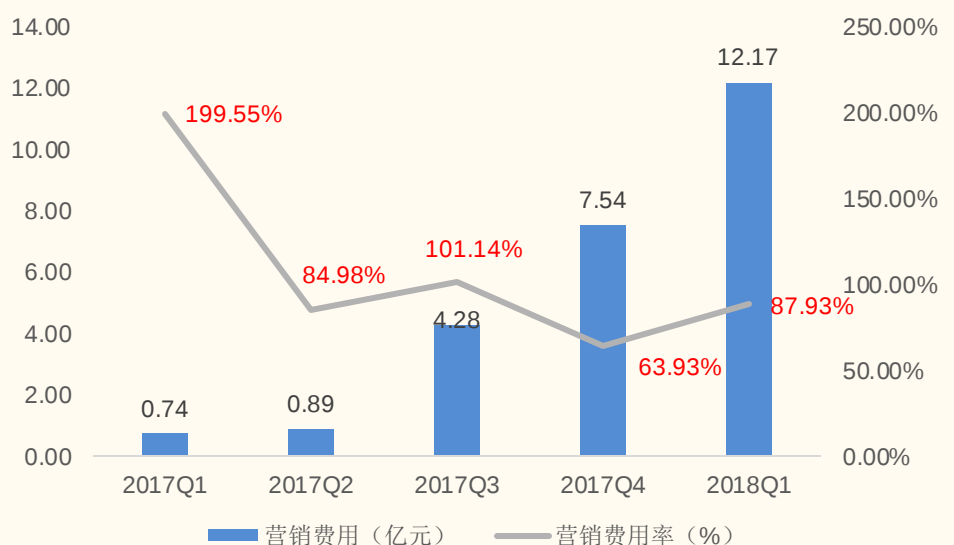
- **营收高速增长的同时，营销费用维持高比例：**销售及营销开支由 2017 年 Q1 的 0.74 亿元大幅增加至 2018 年 Q1 的 12.18 亿元，主要源于 (i) 加速提升品牌知名度，包括线上线下品牌推广活动在内的广告费用人民币 5.76 亿元；(ii) 因促销活动增加而增加的促销及优惠券开支 5.49 亿元，(iii) 员工成本，专业及其他服务费用增加人民币 0.19 亿元。

图表 20：2016-2018Q1 营销投入

	2016	2017	2017Q1	2018Q1
营销费用（亿元）	1.69	13.45	0.74	12.17
营销费用率（%）	33.50%	77.10%	199.50%	87.90%

来源：公司招股说明书，国金证券研究所

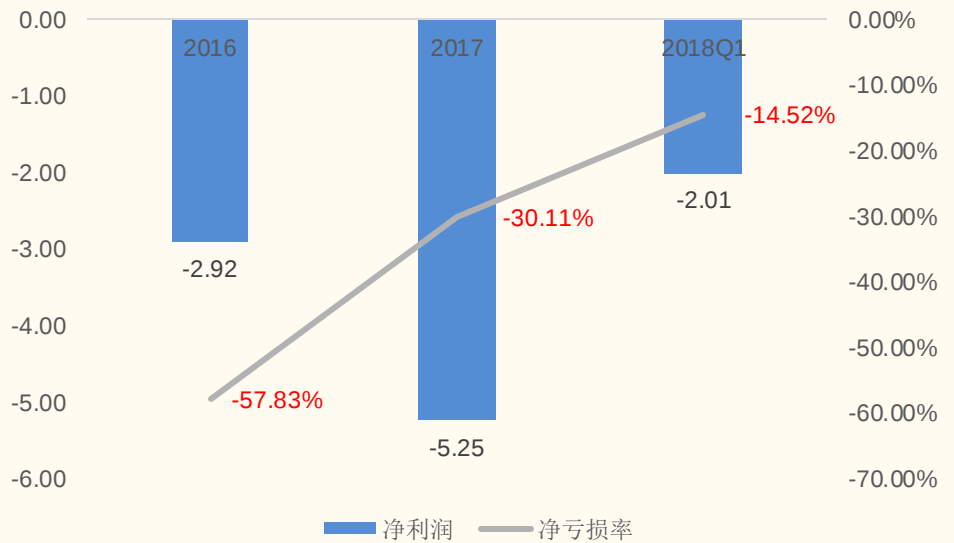
图表 21：2017Q1-2018Q1 营销投入季度变化



来源：公司招股说明书，国金证券研究所

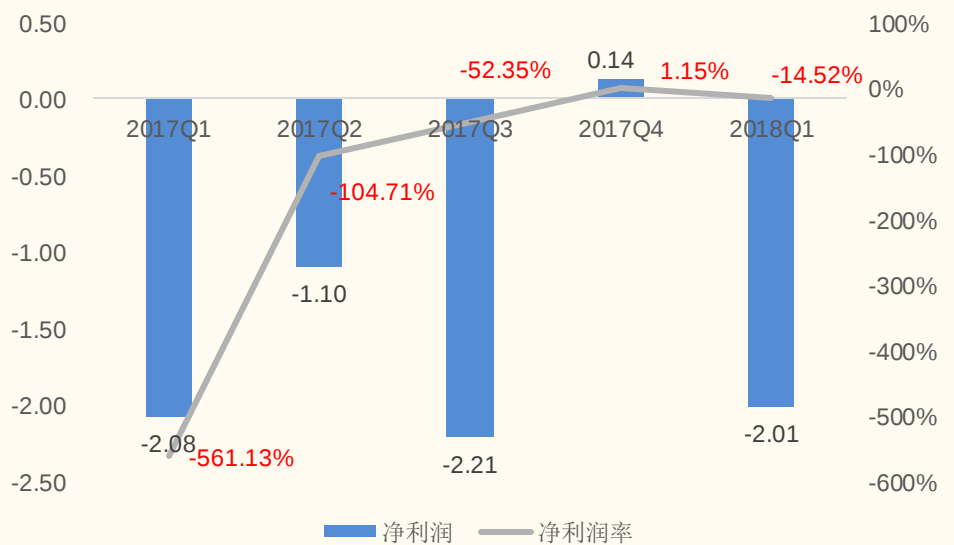
- 公司暂处亏损状态，净亏损率有所收窄。公司 2016 年净利润-2.92 亿元，净亏损率-57.83%，2017 年净利润-5.25 亿元，净亏损率-30.11%，2018 年 Q1 净利润-2.01 亿元，净亏损率-14.52%，公司净亏损率逐步收窄。

图表 22：2016-2018Q1 净利润（亿元）及净亏损率



来源：公司招股说明书，国金证券研究所

图表 23：2017Q1-2018Q1 季度净利润（亿元）及净亏损率



来源：公司招股说明书，国金证券研究所

4.拼多多五问

4.1 凶猛的电商鲶鱼，从哪儿来？

- 2015 年，在移动流量红利逐渐消失、阿里和京东在电商领域垄断流量之时，拼多多从 2015 年 9 月正式成立的微信公众号，利用“拼单”的社交电商模式，在巨头林立、格局基本已定的电商领域撕开一条流量裂变的口子，3 年内发展为拥有近 3 亿用户的电商平台，成为搅动行业格局的“鲶鱼”。
- 从 15 年起，拼多多经历多轮融资，截止 IPO 上市前，累计融资 17 亿美金。在拼多多一路狂奔的融资过程中，不难发现巨头腾讯的身影，自 B 轮入股后，腾讯连续加码拼多多，战略意图可见一斑。

图表 24：拼多多历史融资

时间	轮次	金额（万美元）	投资者
2015/6/5	A-1	67	母公司，Chak Man Wu，魔量资本
2015/6/5	A-2	800	高榕资本，IDG，Chak Man Wu
2015/11/16	B-1	3,334	母公司，高榕资本，光速中国，IDG，魔量资本
2016/1/28	B-2	438	Chinese Rose Investment Limited
2016/3/25	B-3	2,300	高榕资本，Castle Peak
2016/6/27	B-4	5,000	Sun Vantage，FPCI Sino-French，Sky Royal
2017/2/13	C-1	2,000	红杉资本
2017/2/13	C-2	9,369	红杉资本，腾讯，高榕资本，Sun Vantage，FPCI Sino-French
2017/6/28	C-3	10,000	腾讯
2018/3/5	D	136,867	腾讯，高榕资本，红杉资本，意像架构
合计		170,175	

来源：公司招股说明书，国金证券研究所

- 腾讯一直想要在电商领域有所作为。核心业务游戏虽然是最赚钱的，但其产生的数据却是价值最低的。社交也是腾讯擅长的领域，但社交数据价值相较电商仍然较低。电商拥有丰富的场景和数据，对腾讯从战略上来说绝对不能轻易放弃，腾讯一直想将电商数据和社交数据都掌握在手中。从拍拍网、QQ 网购到易迅、好乐买，虽然有过一些失败的尝试，但是腾讯却一直在寻找在电商领域的突破。

图表 25：腾讯电商领域产品/投资失败举例

产品名称	起止时间	失败类型	投资概况
好乐买	2011.5-至今	投资失败	成立于 2007 年，业务定位 B2C 网上鞋城，2011 年 5 月获得腾讯 6000 万美元 C 轮融资，2011 年 9 月提出 100 亿销售目标和上市计划。然而发展至今，好乐买市场业绩依然没有大的突破。
五百城 3c 电器网	2011.6-2013.3	投资失败	成立于 2011 年，五百城 3C 电器网是以城市为中心的专业 3C 电器网，A 轮获得腾讯 3000 万投资，由于自身业务模式存在问题，五百城的发展一直不及预期，之后被腾讯完全收购整合进入易迅。
易迅	2012-2016.7	投资失败	成立于 2006 年，2012 年被腾讯收购，业务定位为 B2C，腾讯自营，类似京东商城。2014 年腾讯投资京东后，易迅彻底边缘化。
QQ 网购	2013.3-2014.3	产品失败	2013 年 3 月腾讯将旗下电商平台 QQ 网购与 QQ 商城合二为一，业务定位为 B2C 开放平台（聚集各企业商户），类似天猫。2014 年 3 月腾讯入股京东后，旗下 QQ 网购并入京东，9 月改名为京东网购。
拍拍网	2014.4-2016.4	产品失败	2006 年 3 月开始运营，业务定位相对低端的 C2C 平台，类似淘宝。2014 年 3 月并入京东，2016 年 4 月 1 日被京东关闭。

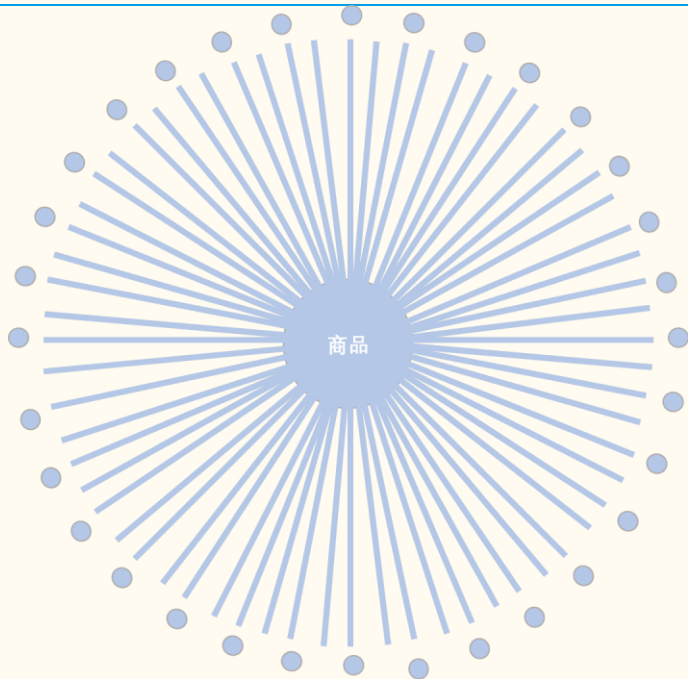
来源：雪球网，国金证券研究所

- 腾讯终于在拼多多身上，找到了社交和电商结合的点。拼多多本身带有“拼单购物+社交”属性的，而拼多多的用户裂变和传播，是通过微信，QQ 等方式。腾讯多次加码拼多多给予融资，弥补其电商板块短板的意味明显。招股书中显示，2018 年 2 月，拼多多与腾讯达成长达五年的战略合作框架协议，双方将在支付解决方案、云服务和用户互动等多个领域合作。作为巨量存量腾讯用户支持的社交电商，某种意义上，拼多多其实是举着腾讯大旗的、腾讯在电商领域和阿里能够掰手腕的落子。
- 拼多多借力微信实现“分享拼单”模式的场景落地和快速发展。过去 3 年，在微信、QQ 社交关系的信用背书下，用户对平台的不信任感被大幅降低，吸引用户更为容易，放大了用户流量裂变的“滚雪球”效应。无疑，腾讯对于拼多多的高速成长具有重要意义。
- 拼多多如何“去腾讯化”，未来一定会一次又一次的被质疑。脱胎于微信公众号，爆发于微信小程序，拼多多一直以来，都“生在在腾讯上”，随着拼多多进一步发展，天花板会越来越接近，届时如何“去腾讯化”会一次又一次的被提起，而这个路径，现在对于拼多多还并不明晰。

4.2 为什么拼多多上的商品可以这么便宜？

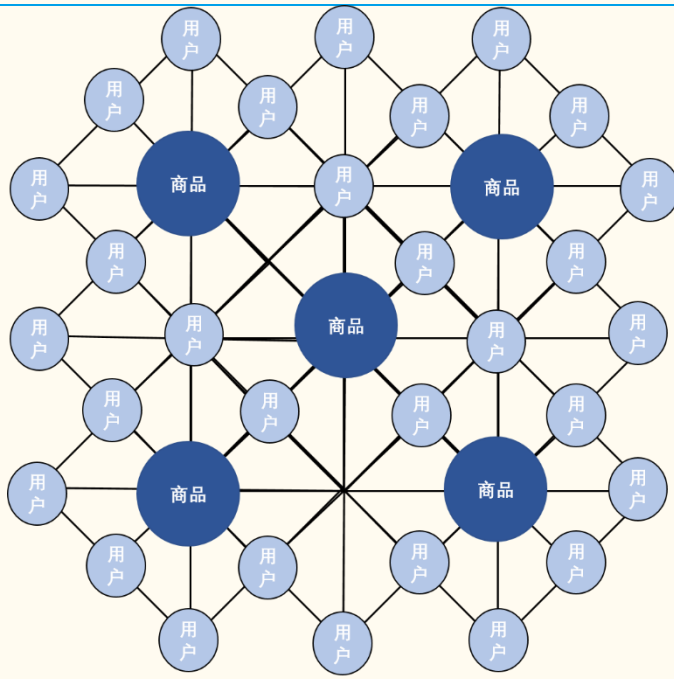
- 为何拼多多能聚合低价商家，我们主要为原因：①“拼单”模式降低商家营销成本，②“拼单”模式丰厚的订单使平台可直接与供货厂商合作，降低厂家成本，③同时期竞争对手降低了对低价商品的流量支持和④平台帮助滞销产品实施去库存。
- ①“拼单”模式降低商家营销成本：“拼单”模式使商品营销链条“去中心化”，降低了营销的摩擦和损耗成本。“非拼单”模式下，商品需要在平台上单独触达每个消费者，每触达一次，对于商家基本都会产品成本，这种营销链条下，商家会将营销费用转嫁至产品定价上，产品定价就会偏高。
- “拼单”模式打破了商品与用户中心式的关系，用户相互推荐使得营销链条变为散点式结构，对于商家而言，用户的自发转发拉客并不会产生额外的费用，因而营销费用可有所降低，进一步产品定价也可更低。这也是对比拼多多和淘宝同类产品，拼多多售价始终不高于淘宝的原因。

图表 26：“非拼单”模式下商品与用户的关系



来源：国金证券研究所

图表 27：“拼单”模式下商品与用户的关系



来源：国金证券研究所

- ②“拼单”模式丰厚的订单使平台可直接与供货厂商合作，反向刺激上游供应链开展低成本规模化生产，进而实现商品售价的降低，而超低的价格

又吸引更多消费者购买，进一步增加订购量，形成正向循环。这是长久实施低价策略的必要条件。

图表 28：拼多多“纸巾爆款”可心柔



来源：创业邦，国金证券研究所

图表 29：可心柔的“拼工厂”



来源：创业邦，国金证券研究所

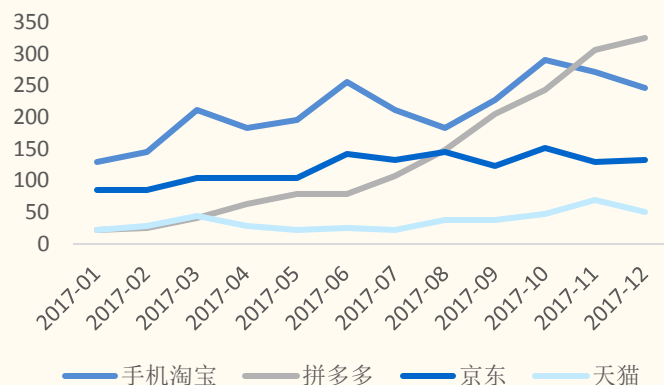
- 以“可心柔”纸巾为例，可心柔本是一家 20 多年的老牌代工厂，此前常年为欧尚、大润发等零售企业代工纸巾产品。在拼多多上入驻后，成为拼单量过百万的“纸巾爆款”。300 张每包，按 28 包规格，定价 29.9 元的商品，是心相印等品牌价格的 1/2。了解到拼多多大量订单更喜欢偏小的纸巾，工厂特地推出 180mmX122mm 的小规格竹浆本色抽纸，并将生产线迁移到原料供应商园区内，开设了专门的“拼工厂”生产线，运输成本从 300 元/吨，直线下降到“8 元包邮”，开设了专门的“拼工厂”生产线，规模化生产。这是拼多多目前在部分品类上成功实施以销定产的示例，也是其希望扩大到更多品类的战略方向。
- ③ 中低端商品流量的聚合：在拼多多发展的同时期，淘宝加快了去低端化的进程，开始降低对低质量、低价的大众商品的流量支持，目前淘宝近 800 万商家中，能获得有效订单的不足一半。拼多多利用和承接了淘宝成熟的商家资源，本身平台对于低价商品，给予了相当可观的流量支持，实现了对低价商家流量的有效聚合。
- ④ 平台帮助滞销产品实施去库存：以农产品为例，由于农民和消费者的信息不对称，常常会出现优质农产品滞销的情况，平台可帮助农民解决这一问题。在拼多多上爆红的干果品牌康梦，就是运营人员发现用户价格很敏感，便联合东北产地，以 28.9 元/斤的价格，做出一批个头稍小一点，但果仁依旧饱满，口感也不受影响的东北松子，目前已经在拼多多上售出 242 万件，卖出近 7000 万元的销售业绩。截止 2017 年底，拼多多帮助全国农民卖出了 183 万吨农货，形成了 9 亿多笔扶贫助农订单。同时还在 730 个国家级贫困县扶持起 4.8 万商家，带动其年销售额增速超过 310%。

4.3 拼多多现在究竟长到多大了？

- 始于微信红利，拼多多却不甘于只寄居于微信生态。2017 年自有 APP 实现迅猛增长，多项指标超越京东、天猫：2017 年 1 月至 12 月，拼多多

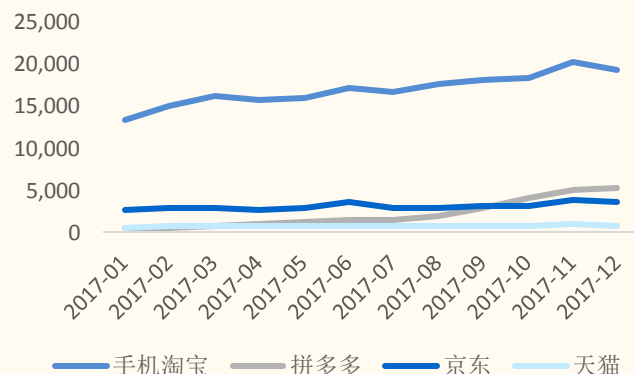
App 日均下载用户数从 21 万人增长到 325 万人，超越淘宝（2017 年 12 月日均下载用户数 247 万）成为第 1；App 日均活跃人数由 478 万人增长到 5,308 万人，超越京东（2017 年 12 月日均活跃人数 3,650 万）成为第 2；APP 人均单日使用次数由 4.66 次上升至 5.67 次，超越京东（2017 年 12 月人均单日使用次数为 4.82 次）成为第 2；APP 人均单次使用时长由 3.54min（第 1）下滑至 3.14min（第 2），被淘宝（3.16min）超越。

图表 30：电商 APP 日均下载用户数（万人）



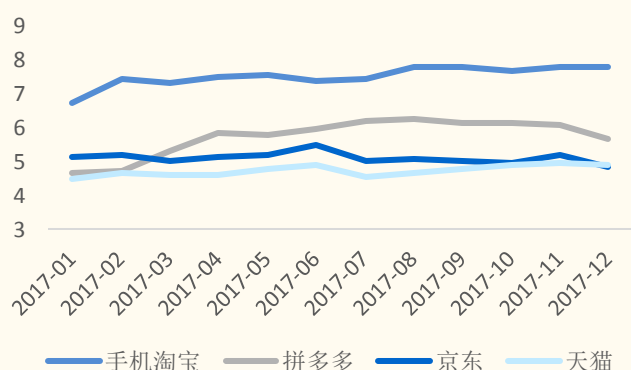
来源：QuestMobile，国金证券研究所

图表 31：电商 APP 日均活跃人数（万人）



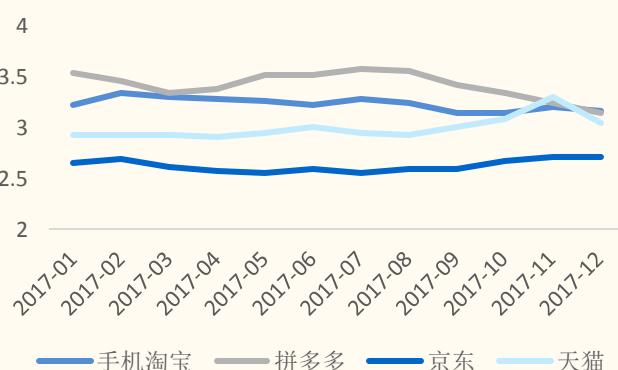
来源：QuestMobile，国金证券研究所

图表 32：电商 APP 人均单日使用次数



来源：QuestMobile，国金证券研究所

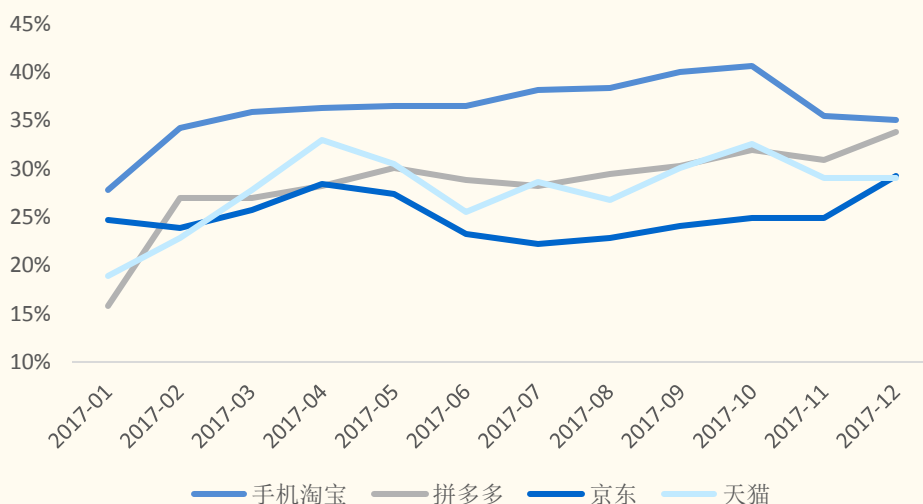
图表 33：电商 APP 人均单次使用时长（min）



来源：QuestMobile，国金证券研究所

- 从活跃用户留存指标来看，拼多多的活跃用户 30 日留存率位居前列：2017 年 1 月至 12 月，拼多多 APP 的活跃用户 30 日留存率由落后于淘宝、天猫、京东的 15.7%，上升至 33.80%，仅次于淘宝（35.01%），反映出用户对拼多多不断增进的认可程度。

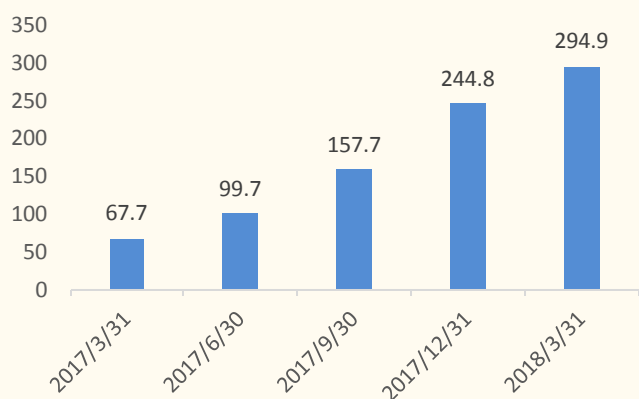
图表 34：电商 APP 活跃用户 30 日留存率



来源：QuestMobile，国金证券研究所

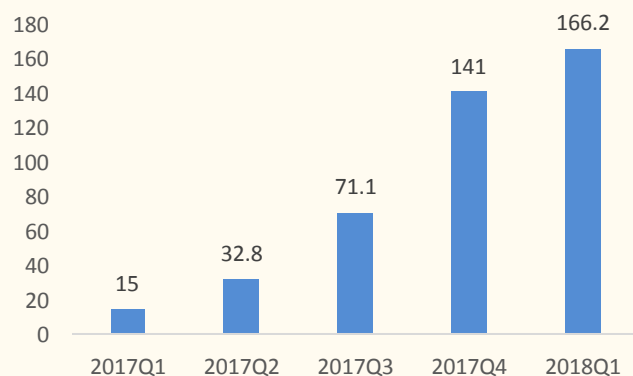
- 近 3 年平台整体活跃用户数、用户消费能力持续提升，拉动 GMV 创新高：在截至到 2018Q1 的十二个月间，几大关键业绩指标均保持快速增长态势，同时平台商户 2018Q1 已超过 100 万。

图表 35：截止过去 12 个月的年活跃买家数（百万）



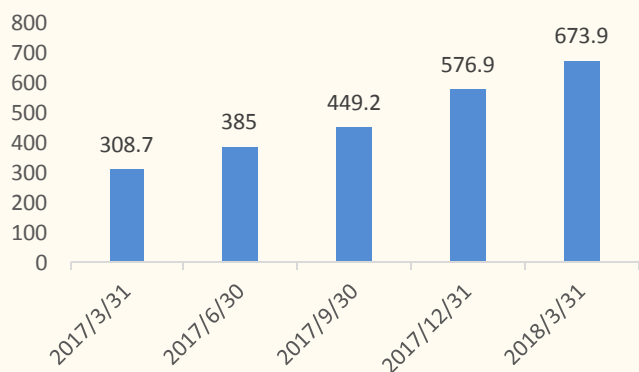
来源：公司招股说明书，国金证券研究所

图表 36：截止过去一季度的平均月活买家数（百万）



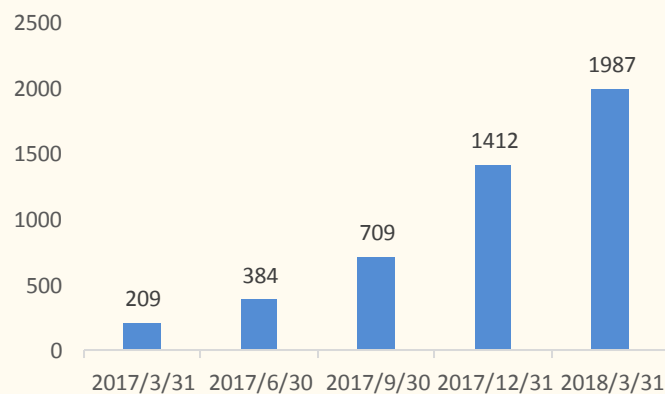
来源：公司招股说明书，国金证券研究所

图表 37：截止过去 12 个月单个活跃买家年消费额（元）



来源：公司招股说明书，国金证券研究所

图表 38：截止过去 12 个月 GMV（亿元）及增速



来源：公司招股说明书，国金证券研究所

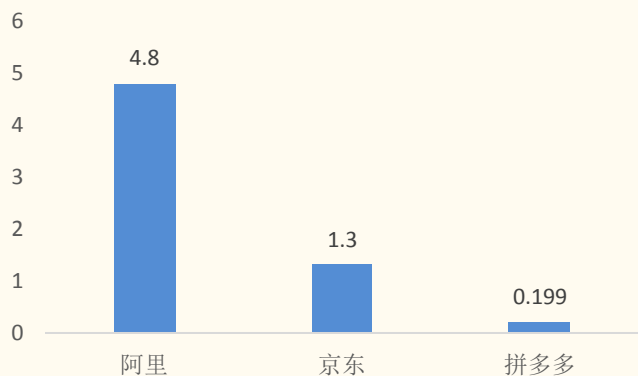
- 目前拼多多年度 GMV 与阿里和京东相比，仍有较大的差距，年活跃用户数已经超过京东，为阿里的 50%左右。从最新年报营收增速来看，阿里、京东均保持 40%以上的增速，而拼多多作为后起之秀，2017 年营收同比增长 245%，处于高速发展阶段。

图表 39：拼多多与阿里、京东指标比较

	年度 GMV	年活跃用户数	市值	最新年报营收同比增速
阿里	4.8 万亿元	5.52 亿	3.1 万亿元	58%
京东	1.3 万亿元	2.93 亿	3,678 亿元	40%
拼多多	1,987 亿元	2.95 亿		245%

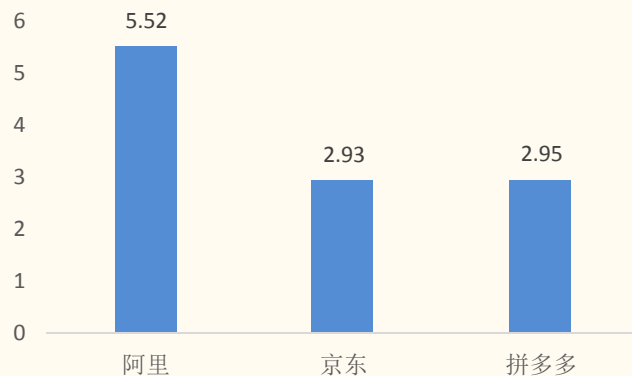
来源：公司招股说明书，公司年报，备注：GMV 与年活跃用户数，阿里和拼多多为截止 2018.3 的滚动 12 个月数据，京东为 2017 自然年数据；市值为截止 2018/7/1 收盘市值；国金证券研究所

图表 40：拼多多与阿里、京东 GMV（万亿元）比较



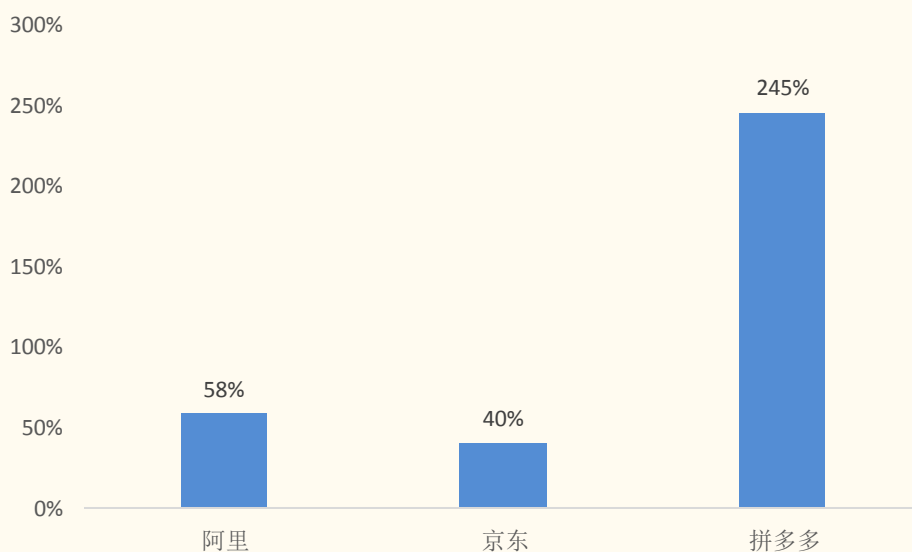
来源：公司招股说明书，公司年报，国金证券研究所

图表 41：拼多多与阿里、京东年活跃用户数（亿）比较



来源：公司招股说明书，公司年报，国金证券研究所

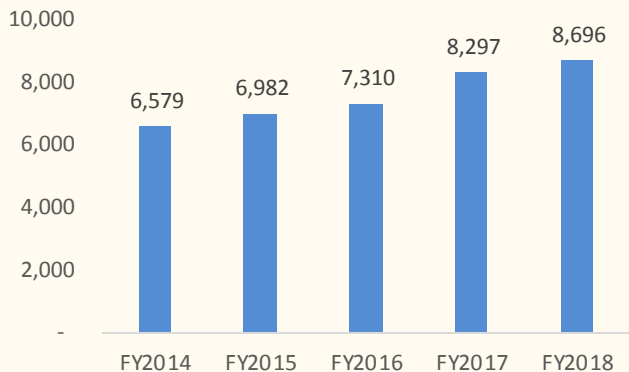
图表 42：拼多多与阿里、京东最新年报营收增速比较



来源：公司招股说明书，公司年报，国金证券研究所

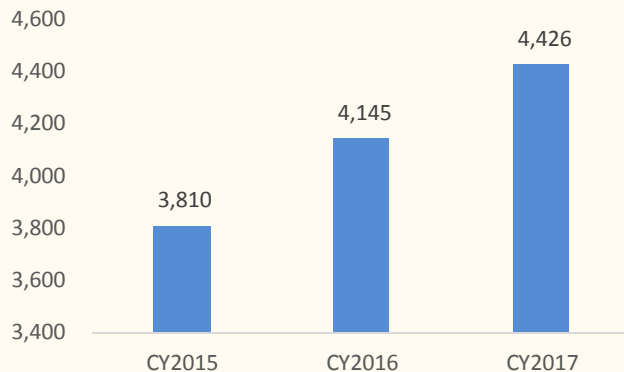
- 单个活跃买家 GMV 与阿里和京东相比，仍有一定的差距：2017 年拼多多单个活跃买家的年消费额为 576.9 元，虽然数字在逐步上升，但相较于阿里单个活跃买家的年消费额（8,696 元）以及京东单个活跃买家的年消费额（4,426 元），仍需要相当大的努力才能追赶成功。

图表 43：阿里单个活跃买家年消费额（元）



来源：阿里年报，国金证券研究所

图表 44：京东单个活跃买家年消费额（元）



来源：京东年报，国金证券研究所

4.4 用户数渐近天花板，用户价值如何由量到质？

- 虽然从用户数和营收角度，拼多多实现了大的飞跃，但是，自成立以来，拼多多在商品管控、服务品质等方面就不断面临非议。如果之前的 3 年是野蛮生长的话，未来，拼多多应该如何迈向高质量的增长？我们认为，以下两个方面是拼多多需要迈过的坎：
- ① 从用户增长到质量增长，提升平台商品质量：过去的三年拼多多属于典型的用户增长拉动型，进一步的高质量发展，必须从用户增长转型质量增长，有赖于更高的用户复购率及更高的客单价，最根本还是对商品质量的提高。
- 目前拼多多商家的 0 门槛入驻导致平台上的商家良莠不齐，假货、质量差等负面评论一直存在。2018 年 6 月，全国“扫黄打非”办公室对拼多多调查发现平台上存在涉黄、涉暴力且涉违法的商品。拼多多已尝试通过加强审核机制等，杜绝假货现象，但通过商家维权风波可以看出，其平台上的假货尚未完全“消失”。这个问题，仍然是中长期困扰拼多多的问题。

图表 45：官方微博声明



来源：拼多多官方微博，国金证券研究所

- ② 从霸屏模式到精准获客，提升营销投放效率：为了提高品牌知名度，从 2017 年 7 月开始，拼多多进一步加大对综艺节目的广告投入，成为《极限挑战》、《中国新歌声》、《非诚勿扰》、《欢乐喜剧人》、《奔跑吧》、《快乐大本营》、《我是大侦探》等大热综艺节目的冠名商，一度开启霸屏模式。魔

性的广告神曲将这一品牌形象最大程度地烙印在观众心中。“拼多多，拼得多，省得多”的广告歌耳熟能详，“3亿人都在拼的购物APP”也深入人心。

- 通过汇总各综艺节目冠名费，我们发现近几年冠名费逐年增长，14年冠名《中国好声音》和《奔跑吧兄弟》需要2亿-2.5亿元，17年已经翻了超过1倍达到5亿元。仅《极限挑战》的特约赞助权，拼多多就豪掷了1亿元。拼多多赞助时下最热门的综艺，一方面来提升产品的知名度刺激用户保持高速增长；另一方面也反映出拼多多在试图建立品牌，树立自身的形象。在成立初期，粗放的广告也许能迅速带来效果，但长远来看，精准的广告投放和精细化的用户维护和留存也是每一个电商平台持续发力的方向。

图表 46：各综艺冠名费汇总

	2014	2015	2016	2017
中国好声音	第3季 2.5亿	第4季 3亿	中国新歌声1 3.7亿	中国新歌声2 5亿
极限挑战			第2季 3.5亿	第3季 4亿
欢乐喜剧人		第1季 无冠名	第2季 0.8亿	第3季 2.5亿
非诚勿扰		5亿 (韩束)		3亿 (vivo)
奔跑吧兄弟	第2季 2.16亿	第3季 3.38亿	第4季 5亿	第5季 5亿

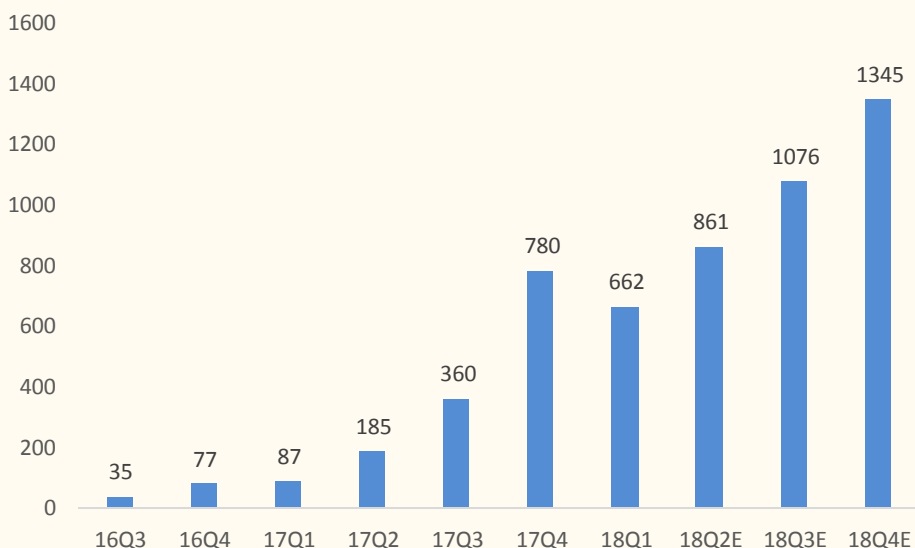
来源：《媒介》，国金证券研究所

- 但是不难看出，拼多多目前的操作，主要导向仍然是在“扩大流量”，如果没有解决用户价值“由量到质”的变化，那么拼多多天花板，很快就能看见。

4.5 拼多多到底应该是什么估值？

- 对于目前仍处于亏损阶段，核心业绩由GMV驱动的拼多多，P/GMV的相对估值法更适合。在对标公司方面，因为拼多多18年开始全面进行业务转型，转为平台型企业，所以与以自营模式为主的京东商业模式差异较大，选择对标阿里更为合适。
- 根据对拼多多滚动12个月GMV的拆分，我们估算了拼多多季度GMV的情况并对18Q2-Q4的GMV做了预测，可以得到公司2018年全年GMV约为3,943亿元。

图表 47：公司季度GMV测算与预测（亿元）



来源：公司招股说明书，国金证券研究所

- 2018 财年阿里的全年 GMV 为人民币 4.8 万亿元，最新市值为人民币 3.1 万亿元（2018 年 7 月 1 日美股收盘价），对应 P/GMV 为 0.65。2018 年拼多多预测 GMV 为 3,943 亿元，因此按照阿里 P/GMV 估值体系拼多多的估值为 2,563 亿元，即 388 亿美金。但阿里本身是零售平台的霸主级企业，其 P/GMV 估值应该是有溢价的，拼多多的 GMV 估值，应该是需要打折扣的，所以我们认为 388 亿美元，可以理解为是站在 2018 年末拼多多估值的上限。
- 在以阿里估值水平（P/GMV=0.65）为上限基础上，市场可能会对拼多多的估值水平进一步打折扣，我们对估值水平为阿里的 30%-90% 时，拼多多的估值范围做了敏感性分析。以目前的市场格局，我们认为拼多多现时点还无法享受阿里的估值体系，综合目前电商平台和市场格局，叠加未来对于“去腾讯化”的前景的担忧，我们认为其 GMV 估值水平在阿里的 40%-60% 为较为合理的水平，对应估值在 155 亿-233 亿美金。

图表 48：拼多多估值的敏感性分析

占阿里当前估值水平的比例	估值（亿人民币）	估值（亿美元）
30%	769	116
40%	1025	155
50%	1281	194
60%	1538	233
70%	1794	272
80%	2050	311
90%	2307	349

来源：国金证券研究所

5. 结语：该怎么看拼多多这条凶猛的电商鲶鱼

- 去中心化电商鲶鱼，搅动看似平静的电商格局。在拼多多横空出世之前，电商格局看似已经较为稳定，阿里和京东相应的垄断程度在加强，一些特色电商也是在寻找一些垂直领域在做。而拼多多的出现，搅动了整个行业的格局，让阿里和京东也不能掉以轻心。电商人货场三要素中，阿里与京东，更多的是在“货”和“场”上进行深化，而拼多多，加强了“人”与“人”的关系，呈现病毒式扩散，像一条凶猛的鲶鱼，杀进电商市场，重构了营销框架，通过社交电商，另辟蹊径，实现了去中心化的营销路径。
- 高举腾讯大旗，如何“去腾讯化”是个问题。腾讯曾多次尝试涉入电商这个巨大的市场，但此前的尝试均不甚成功。一个重要的原因是，腾讯的基因是“社交”，而不是“电商”，而在拼多多身上，腾讯终于找到了突破的窗口，即“社交电商”。拼多多本身带有“拼单购物+社交”属性的，而拼多多的用户裂变和传播，是通过微信，QQ 等方式。腾讯多次加码拼多多给予融资，弥补其电商板块短板的意味明显。招股书中显示，2018 年 2 月，拼多多与腾讯达成长达五年的战略合作框架协议，双方将在支付解决方案、云服务和用户互动等多个领域合作。作为巨量存量腾讯用户支持的社交电商，某种意义上，拼多多其实是举着腾讯大旗的、腾讯在电商领域希望和阿里能够掰手腕的落子。但是拼多多，脱胎于微信号，爆发于小程序，可以说还是依赖腾讯和微信才实现了爆发，待其发展壮大到下一个体量后，是否能够“去腾讯化”，这现在还是个问题。而一直在腾讯体系内，再进一步长大恐怕会受到一定限制。

- 若不能顺利完成用户价值“由量到质”的转变，那么拼多多天花板很快就会看到，这可能是拼多多未来，最关注的问题。实际上，拼多多的用户已经达到 3 亿，和京东一个体量，和阿里（5 亿用户）也是一个数量级，但是其 GMV 距阿里和京东还较远。拼多多早期的成长，来源于模式上的病毒式连锁传播，实现了用户数量的迅猛扩张。但是根植于腾讯平台，其人数增长已经慢慢可以看到天花板。下一步，拼多多希望看到的是，人均消费的提升，是一个用户从量到质的升级。不难看出，拼多多目前的操作，主要导向仍然是在“扩大流量”，如果没有顺利完成用户价值“由量到质”的转变，那么拼多多天花板，很快就能看见。这可能是拼多多未来，最关注的问题，但至少目前，还没有看到非常清晰的路径。
- “低价为王”和“品牌效应”的矛盾。拼多多的低价核心在于，通过重构营销体系和订单体系，缩减营销费用和销售中的损耗。但是目前拼多多的定位，使得消费者的重点在于“便宜”，这一个过程中，无法构建起对于品牌的认知，而商家入驻的低门槛，使得假货&伪劣商品等问题目前无法解决。可以说，拼多多是一个 C 端主导的模式，而 C 端主导的模式，就类似于若干年前“只有淘宝没有天猫的阿里”，没有品牌效应的聚集，长期发展就会受到一定限制。这个问题，阿里若干年前遇到过，所以阿里近些年来把业务发展重点，由淘宝转向了天猫。同样，这个“低价为王”和“品牌效应”的矛盾产生的问题，拼多多可能在不久的未来，也会遇到。
- 拼多多估值——上限 388 亿美元，合理范围 155 亿-233 亿美元。2018 财年阿里的全年 GMV 为人民币 4.8 万亿元，最新市值为人民币 3.1 万亿元（2018 年 7 月 1 日美股收盘价），对应 P/GMV 为 0.65。2018 年拼多多预测 GMV 为 3,943 亿元，因此按照阿里的 P/GMV 估值体系，拼多多的估值为 2,563 亿元，即 388 亿美金。但阿里本身是零售平台的霸主级企业，其 P/GMV 估值应该是有溢价的，拼多多的 GMV 估值或需要进一步打折扣，所以 388 亿美元，我们可以理解为是站在 2018 年末拼多多估值的上限。在以阿里估值水平（P/GMV=0.65）为上限基础上，市场可能会对拼多多的估值水平进一步打折扣，以目前的市场格局，我们认为拼多多现时点还无法享受阿里的估值体系，综合目前电商平台和市场格局，结合对“去腾讯化”的担忧，我们认为其 GMV 估值水平在阿里的 40%-60%为较为合理的水平，对应估值在 155 亿-233 亿美金。

风险提示

- 无法顺利上市风险
- 假冒、非法或侵权的产品监管风险
- 第三方物流服务提供商的服务质量风险
- 电商行业竞争加剧风险
- 广告收入模式持续增长不及预期风险

公司投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

行业投资评级的说明：

买入：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 15%以上；

增持：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%—15%；

中性：预期未来 3—6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5%—5%；

减持：预期未来 3—6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5%以上。

特别声明：

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，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，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。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券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，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。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，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务专业投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券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多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中的专业投资者使用；非国金证券客户中的专业投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7GH