

## 拼多多 (PDD US)

分析员: 罗沛达

日期: 01/08/2022

预计中国消费将在 2022 年下半年改善, 并为电商交易总额增长带来支持。根据中国国家统计局公布的数据, 2022 年上半年的中国电商交易总额达人民币 63,007 亿元, 同比增长 3.1%; 而同期的社会消费品零售总额增长率为负 0.7 个百分点。实物商品网购渗透率为 25.9%, 同比增 2.2 个百分点。从中国国家统计局数据来看, 中国的消费市场已从 4 月份触底反弹, 并于 6 月份社会消费品零售总额恢复单月正增长, 而于疫情期间的单月中国电商交易总额增长率一直表现好于整体零售, 显示出中国在线消费的增长韧性。随着中国对新冠疫情的遏制, 一些疫情防控限制预计将于未来有进一步优化的空间。不过我们预计中国的经济活动可能需要时间才能完全恢复, 所以我们预计距离完全复苏仍需若干时间。总体而言, 我们仍认为, 若中国的新冠新增病例没有显著反弹, 国内的供应链、物流效率和产能都将在 2022 年下半年进一步恢复。另外, 政府刺激政策依然可期, 预计消费将于 2022 年第三季度持续复苏。

拼多多(“公司”)的 2022 年 1 季度业绩超预期。总收入同比增长 7.3% 至人民币 23,793.7 百万元, 其中在线营销服务收入同比增 28.7% 至人民币 18,158.4 百万元, 交易服务收入同比猛增 90.7% 至人民币 5,591.4 百万元, 而商品销售收入为人民币 43.9 百万元, 同比收缩 99.1%。如剔除商品销售业务收缩的影响, 公司收入同比增长 39.4%, 增速高于我们预期 10.1 个百分点。公司活跃买家达到 881.9 百万, 对应 7.1% 的同比增长。非 GAAP 归属普通股股东净利达到人民币 4,200.4 百万元, 好于我们的预期 16.7%。公司整体业绩较我们预期好, 特别是盈利端表现。借助成本降低和收入结构优化, 我们预计公司今年的盈利能力将继续提升。在财报电话会议中, 公司再一次表示将继续减少营销支出, 加大研发投入力度, 以应对拼多多发展的新阶段。

当前正是拼多多的转型期, 我们认为拼多多将其增长驱动由用户规模快速增长转为用户价值释放仍需时日。公司最新的活跃买家数为 881.9 百万个, 相当于同比增长 7.1%, 增长率较过往出现明显减慢。管理层重申, 由于用户规模相对庞大, 增长放缓是不可避免的。过往, 公司透过快速建立用户规模效应来推动收入指数级增长。惟现时用户规模已达差不多 9 亿, 相信人口红利已大部分实现, 因此未来用户增长将趋向稳定增长, 而不像过往快速增长, 这将削弱公司未来收入增长动力。公司的未来增长相信将由释放用户价值, 提高用户消费为主要驱动力。然而此将涉及平台的用户消费行为及消费信心的构建, 这将是更漫长的成长过程。现时公司选择农业数字化为公司主要的成长赛道。中国的农业数字化处于起步阶段, 基数较低, 刚性需求强, 预期农业在线零售将可保持高于整体在线零售的增速。公司为加快农业进入数字经济, 保持零佣金政策。公司亦持续进行有关农业科技的研究及比赛, 透过研究及比赛寻求一些高潜力的投资方向及项目, 相信公司未来仍会继续加大对农业能力和农业技术的投资来加强公司在农业数字化的竞争优势及业内地位。我们认为现时拼多多正在经历转型期, 增长将变得平稳, 但当转型完成后, 公司将可凭借其竞争优势寻求第二次增长。

随着公司战略升级, 公司盈利能力将加强。如上段所述, 公司战略从用户扩张转至释放用户价值, 及把握中国农业数字化机会。我们预计销售及推广费用预期将以较慢速度增长, 研发费用率未来可能会随着公司策略的升级而加速上升。考虑到过往销售及推广费用一直是公司运营支出的主要部分 (占运营支出 50% 以上), 因此公司战略改变将会明显改变运营支出构成, 并将进一步提高运营效率。公司已于 2021 年利用规模效应扭亏为盈, 我们相信公司的战略升级将为公司的盈利能力带来增量的空间。

公司目标价为 70.00 美元, 投资评级为“收集”。自 2021 年底开始, 大多数中国电商参与者已将战略重点转移至强化盈利能力, 加强资产负债表和改善现金流, 以应对收入增长放缓及宏观环境不明朗。虽公司收入出现阶段式放缓, 但我们对公司盈利表现乐观。我们相信公司将继续借助成本降低和收入结构优化来推动盈利端表现, 而于公司的上半年业绩亦看到盈利表现确实得到加强, 我们预计公司今年的盈利能力将继续攀升。近期, 市场亦似乎较为青睐可盈利但估值较低的股票, 因此我们认为盈利能力的提升将增强公司财务状况的稳定性。这将增强对投资者的吸引力, 从而使估值向上修正。

#### 个股评级标准

参考基准: 纳斯达克综合指数

评级区间: 6至18个月

评级	相对表现
买入	超过 15% 或公司、行业基本面良好
收集	5% 至 15% 或公司、行业基本面良好
中性	-5% 至 5% 或公司、行业基本面中性
减持	-15% 至 -5% 或公司、行业基本面不理想
卖出	小于-15% 或公司、行业基本面不理想

#### 行业评级标准

参考基准: 纳斯达克综合指数

评级区间: 6至18个月

评级	相对表现
跑赢大市	超过 5% 或行业基本面良好
中性	-5% 至 5% 或行业基本面中性
跑输大市	小于-5% 或行业基本面不理想

#### 利益披露事项

- (1) 分析员或其有联系者并未担任本研究报告所评论的发行人的高级人员。
- (2) 分析员或其有联系者并未持有本研究报告所评论的发行人的任何财务权益。
- (3) 除顺丰房托(02191 HK)、晋商银行(02558 HK)、郑州银行(06196 HK)及小鹏汽车-W(09868 HK)外, 国泰君安或其集团公司并未持有本研究报告所评论的发行人的市场资本值1%或以上的财务权益。
- (4) 国泰君安或其集团公司在现在或过去12个月内没有与本研究报告所评论的发行人存在投资银行业务的关系。
- (5) 国泰君安或其集团公司没有为本研究报告所评论的发行人进行庄家活动。
- (6) 受雇于国泰君安或其集团公司或与其有联系的个人没有担任本研究报告所评论的发行人的高级人员。

#### 免责声明

本研究报告内容既不代表国泰君安证券(香港)有限公司(“国泰君安”)的推荐意见也并不构成所涉及的个别股票的买卖或交易之要约。国泰君安或其集团公司有可能会与本报告涉及的公司洽谈投资银行业务或其它业务(例如:配售代理、牵头经办人、保荐人、包销商或从事自营投资于该股票)。

国泰君安的销售员, 交易员和其它专业人员可能会向国泰君安的客户提供与本研究部中的观点截然相反的口头或书面市场评论或交易策略。 国泰君安集团的资产管理部和投资业务部可能会做出与本报告的推荐或表达的意见不一致的投资决策。

报告中的资料力求准确可靠, 但国泰君安并不对该等数据的准确性和完整性作出任何承诺。报告中可能存在的一些基于对未来政治和经济的某些主观假定和判断而做出预见性陈述, 因此可能具有不确定性。 投资者应明白及理解投资证券及投资产品之目的, 及当中的风险。在决定投资前, 如有需要, 投资者务必向其各自专业人士咨询并谨慎抉择。

本研究报告并非针对或意图向任何属于任何管辖范围的市民或居民或身处于任何管辖范围的人士或实体发布或供其使用, 而此等发布, 公布, 可供使用情况或使用会违反适用的法律或规例, 或会令国泰君安或其集团公司在此等管辖范围内受制于任何注册或领牌规定。

© 2022 国泰君安证券(香港)有限公司 版权所有, 不得翻印  
香港中环皇后大道中181号新纪元广场低座27楼  
电话 (852) 2509-9118 传真(852) 2509-7793  
网址: www.gtja.com.hk