

买入

2022年09月02日

二季度逆势增长，业绩大超预期

收入利润均超预期，广告为核心驱动力：收入 314.4 亿元人民币，YoY+36%，剔除自营业务后 YoY+49%，市场预期为 236.2 亿元。线上营销服务收入 251.73 亿元，YoY+39%。交易服务收入 62.16 亿元，YoY+107%。运营利润 86.97 亿元，YoY+335%；运营利润率 27.7%，去年同期为 8.7%，一季度为 9.1%。净利润 88.96 亿元，YoY+268%；净利润率 28.3%，去年同期为 10.5%，一季度为 10.9%。经调整净利润 107.76 亿元，YoY+161%；经调整每股摊薄收益 7.54 元，市场预期为 2.75 元。二季度，整体消费环境面临短期疫情扰动和宏观经济不确定性，拼多多整体增速优于大盘。

短期运营费用率下降，利润率提升：运营费用率 47%，去年同期为 57%，一季度为 61%。营销费用 113.43 亿元，YoY+9%，占收入比例从去年同期 45% 下降至 36%，主因疫情导致营销投放力度减缓，预计下半年伴随节日促销将有所回升。研发费用 26.11 亿元，YoY+12%，占收入的 8%。管理费用 8.26 亿元，YoY+90%，占收入的 3%。二季度，运营费用管控使利润率得到进一步改善，未来拼多多将持续投入于农研领域和跨境业务，但去年至今盈利能力的稳定性已不断获得验证。

平台增长具有韧性，佣金率有望持续提升：活跃买家 8.9 亿，QoQ+1%，YoY+5%。月活用户 7.6 亿，QoQ+2%，YoY+3%。尽管受到外部因素的影响，拼多多 GMV 增速较快，佣金率持续提升，主因平台能够高效地匹配用户和商家，结合品牌商家占比上升，因此整体广告投放意愿有所增加。我们认为用户心智的持续增长与平台的品牌化进程相辅相成，将有利于提升佣金率。多多买菜作为主站业务的延伸，将更重视业务提效和单位经济效益。农业方面，公司推出了季节性农产品推广活动，为支持农业商家，继续免除农产品佣金。出海方面，9 月跨境电商平台 Temu 已在北美上线，较高的人均消费水平和客单价短期有望带来增量，但考虑到当前海外市场消费较为疲软以及跨境业务对供应链和物流的把控，跨境业务需持续关注。

目标价 100.29 美元，买入评级：长期增长逻辑依然清晰，单用户 GMV 较同行存在较大空间，因此收入增速有望长期高于行业，盈利能力稳步提升。结合消费环境复苏，我们上调未来三年收入预测至 1,275/1,598/1,919 亿元人民币，EPS 为 17.3/23.1/31.4 元。采用 DCF 估值法，WACC 13.6%，求得目标价 100.29 美元，较现价有 43% 的增长空间，维持买入评级。

风险：1) 宏观经济不确定性；2) 中概股退市风险；3) 国内电商行业竞争加剧；4) 品类扩张和品牌入驻不及预期；5) 缩减补贴后增长乏力；6) 海外消费疲软导致出海业务不及预期；7) 互联网监管风险；8) 汇兑风险。

Chuck Li
852-25321539
Chuck.li@firstshanghai.com.hk

主要数据

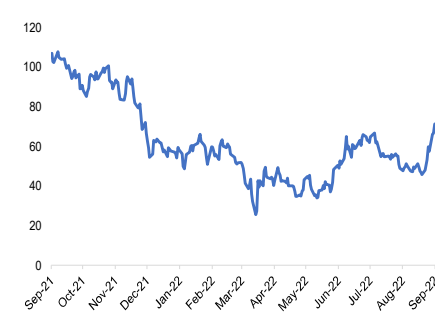
行业	TMT
股价	70.02 美元
目标价	100.29 美元 (+43%)
股票代码	PDD (US)
总股本	12.6 亿股
市值	903 亿美元
52 周高/低	109.00 美元/23.21 美元
每股账面值	10.84 美元
主要股东	黄峥 35.21% 腾讯 15.49% Gaorong Capital 6.63%

盈利摘要

截至12月31日止财政年度	20年历史	21年历史	22年预测	23年预测	24年预测
总营业收入 (人民币百万元)	59,491,865	93,949,939	127,458,061	159,827,001	191,898,509
变动	97.37%	57.92%	35.67%	25.40%	20.07%
运营利润	(9,380,325)	6,896,762	22,687,535	31,006,438	43,177,165
每股收益 (人民币)	-6.0	6.2	17.3	23.1	31.4
变动	0.00%	202.65%	178.85%	33.71%	35.65%
基于70.02美元的市盈率(估)	N/A	75.7	27.1	20.3	15.0
每股派息 (美元)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
股息现价比	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%

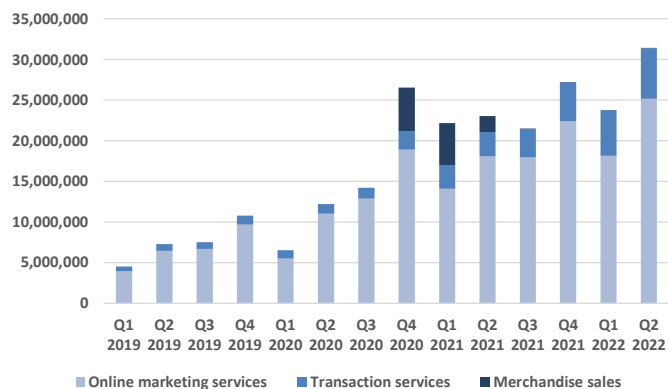
来源：公司资料，第一上海预测

股价表现

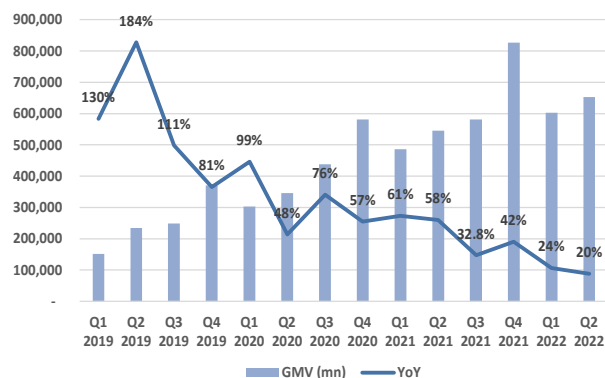


来源：彭博

图表 1: 2019Q1-2022Q2 总营收 (千, 人民币)



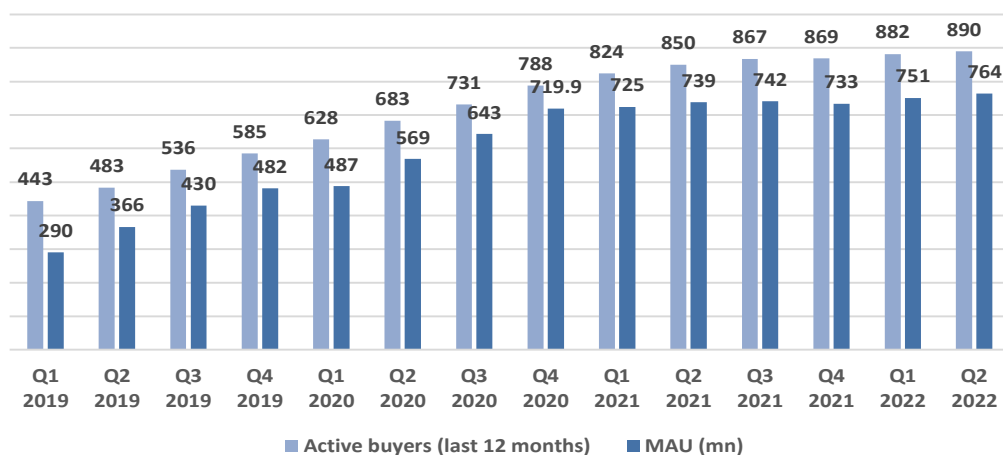
图表 2: 2019Q1-2022Q2 EGMV 及增速 (千, 人民币)



资料来源: 公司资料, 第一上海整理

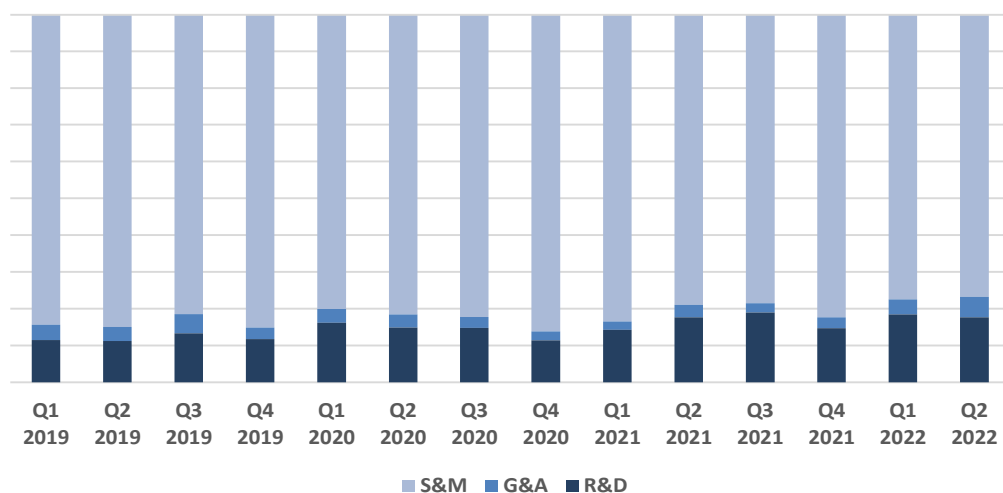
资料来源: 公司资料, 第一上海整理

图表 3: 2019Q1-2022Q2 年度活跃买家和移动月活用户 (百万)



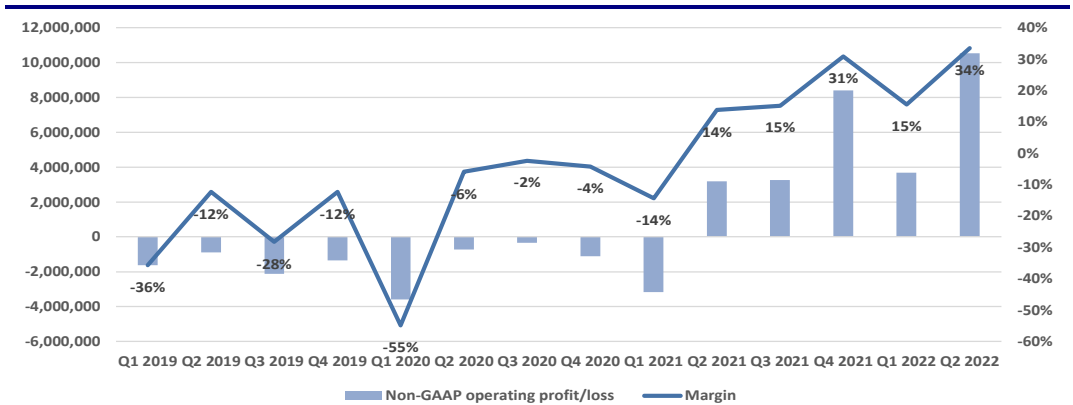
资料来源: 公司资料, 第一上海整理

图表 4: 2019Q1-2022Q2 运营费用占比



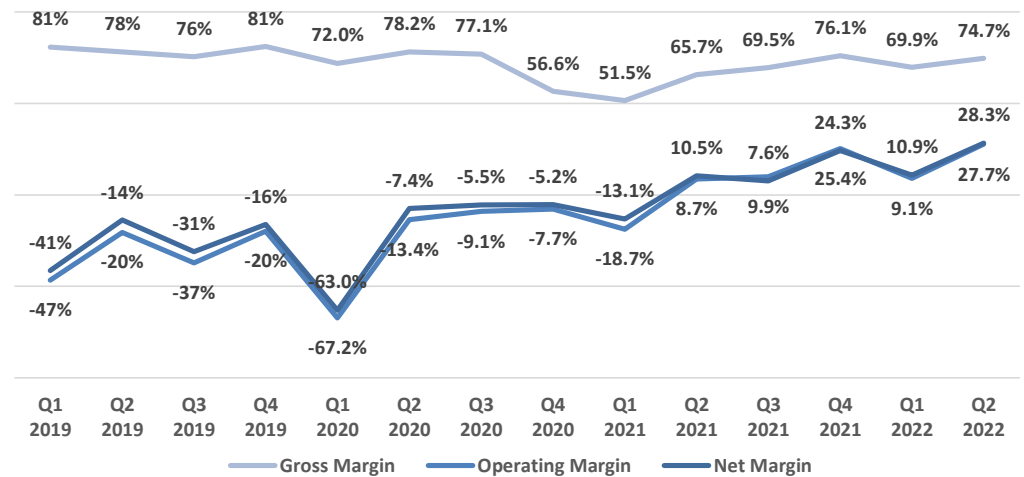
资料来源: 公司资料, 第一上海整理

图表 5：2019Q1-2022Q2 运营利润及利润率（千，人民币）



资料来源：公司资料，第一上海整理

图表 6：2019Q1-2022Q2 利润率



资料来源：公司资料，第一上海整理

图表 7：DCF 估值（千，人民币）

In Thousands of CNY except Per Share	FY 2020	FY 2021	FY 2022	FY 2023	FY 2024	FY 2025	FY 2026	FY 2027	FY 2028	FY 2029	FY 2030	FY 2031
Revenue	59,491,865	93,949,939	127,458,061	159,827,001	191,898,509	222,673,349	259,341,693	293,967,703	330,072,738	370,459,105	408,065,253	436,836,406
YoY		97.4%	35.7%	20.1%	20.1%	16.0%	16.5%	13.4%	12.3%	12.2%	10.2%	7.1%
Gross Profit	40,213,224	62,231,846	92,407,094	115,874,576	139,126,419	162,996,891	188,022,727	211,068,810	236,992,226	265,989,637	292,990,851	313,648,539
Gross Margin	67.6%	66.2%	72.5%	72.5%	72.5%	73.2%	72.5%	71.8%	71.8%	71.8%	71.8%	71.8%
EBIT	-9,380,325	6,896,762	22,687,535	31,006,438	43,177,165	57,672,357	68,984,890	81,429,054	96,051,167	112,990,027	130,172,816	145,466,523
EBIT Margin	-15.6%	7.3%	17.8%	19.4%	22.5%	25.9%	26.6%	27.7%	29.1%	30.5%	31.9%	33.3%
EBIT Non-GAAP	-5,767,282	11,671,492	29,315,354	38,837,961	52,004,496	67,247,351	79,358,558	92,305,859	107,273,640	124,474,259	141,598,643	156,387,433
EBIT Margin Non-GAAP	-9.7%	12.4%	23.0%	24.3%	27.1%	30.2%	30.6%	31.4%	32.5%	33.6%	34.7%	35.8%
Add D&A	-634,389	-653,420	-673,023	-693,214	-714,010	-735,430	-757,493	-780,218	-803,625	-827,733	-852,565	-878,142
Less Capex	-42,443	-85,787	-82,234	-102,793	-128,491	-160,613	-200,787	-250,958	-288,602	-331,892	-381,676	-438,927,66
FCF	-5,175,337	12,259,125	29,906,143	39,428,382	52,590,015	67,822,168	79,915,285	92,835,118	107,788,663	124,970,100	142,069,532	156,826,648
YoY		336.9%	144.0%	31.8%	33.4%	29.0%	17.8%	16.2%	16.1%	15.9%	13.7%	10.4%
Total FCF	-5,175,337	12,259,125	29,906,143	39,428,382	52,590,015	67,822,168	79,915,285	92,835,118	107,788,663	124,970,100	142,069,532	1,610,238,168
DCF		2023										
Risk-free rate												5.4%
Equity market premium												6.8%
Beta												1.20
WACC												13.6%
Long term growth												2.5%
Terminal multiple												9.04
Terminal value												1,453,411,520
Enterprise Value (RMB)												884,663,470
Enterprise Value (USD)												128,212,097
Target Price												100.29

资料来源：第一上海预测

主要财务报表

损益表						财务能力分析					
单位: 千元, 财务年度: 12月31日											
	2020年 实际	2021年 实际	2022年 预测	2023年 预测	2024年 预测	2020年 实际	2021年 实际	2022年 预测	2023年 预测	2024年 预测	
Online marketing services	47,953,779	72,563,402	99,481,699	122,240,438	143,965,304						
Transaction services	5,787,415	14,140,449	27,760,278	37,325,102	47,629,910						
Revenues	59,491,865	93,949,939	127,458,061	159,827,001	191,898,509						
Costs of revenues	19,278,641	31,718,093	35,050,967	43,952,425	52,772,090						
Gross profit	40,213,224	62,231,846	92,407,094	115,874,576	139,126,419						
Sales and marketing expenses	-41,194,599	-44,801,720	-53,532,386	-63,930,801	-72,921,433						
General and administrative expense	-1,507,297	-1,540,774	-2,804,077	-3,356,367	-3,837,970						
Research and development expense	-6,891,653	-8,992,590	-13,383,096	-17,580,970	-19,189,851						
Total operating expenses	-49,593,549	-55,335,084	-69,719,559	-84,868,138	-95,949,254						
Operating profit/loss	-9,380,325	6,896,762	22,687,535	31,006,438	43,177,165						
Interest and investment income, interest expenses	2,455,366	3,061,662	3,568,826	4,475,156	5,373,158						
Foreign exchange gain	-757,336	-1,231,002	-1,656,955	-2,077,751	-2,494,681						
Other income, net	225,197	71,750	89,221	111,879	134,329						
Change in the fair value of the w	193,702	656,255	764,748	958,962	1,151,391						
Loss before income tax and share of results of equity invest	-7,263,396	9,455,427	25,453,375	34,474,684	47,341,362						
Income Tax expenses	83,654	246,828	246,828	246,828	246,828						
Net profit/loss	-7,179,742	7,768,670	21,882,197	29,550,310	40,486,986						
资产负债表						现金流量表					
	2020年 实际	2021年 实际	2022年 预测	2023年 预测	2024年 预测	2020年 实际	2021年 实际	2022年 预测	2023年 预测	2024年 预测	
Cash and cash equivalents & Re	74,843,636	66,043,971	103,766,889	145,861,148	199,480,073	Net profit/loss	-7,179,742	7,768,670	21,882,197	29,550,310	
Receivables from online payment	729,548	673,737	1,656,955	2,077,751	2,494,681	Interest expense	757,336	1,231,002	-	-	
Short-term investments	64,551,094	86,516,618	91,516,618	96,516,618	101,516,618	Lease expense to reduce right-of-	148,945	348,863	-	-	
Amounts due from related parties	4,240,069	4,250,155	5,374,789	6,503,495	7,544,054	Receivables from online payment	321,426	55,811	-983,218	-420,796	
Prepayments and other current assets	5,159,531	3,424,687	3,767,156	4,143,871	4,558,258	Amounts due from related parties	-1,636,541	-10,086	-1,124,634	-1,128,706	
Total current assets	149,523,878	160,909,168	206,082,406	255,102,884	315,593,684	Prepayments and other current as	-4,048,536	1,744,645	-342,469	-376,716	
Property, equipment and software	202,853	2,203,323	2,864,320	3,723,616	4,840,701	Customer advances and deferred	1,817,220	-1,256,426	-	-	
Intangible asset	1,276,751	701,220	911,586	1,185,062	1,540,580	Amounts due to related parties	1,882,971	-1,422,856	-	-	
Right-of-use assets	629,827	938,537	938,537	938,537	938,537	Payable due to merchants	23,934,151	8,686,493	13,453,792	12,217,171	
Other non-current assets	7,275,305	16,457,470	16,457,470	16,457,470	16,457,470	Accrued expenses and other liabilities	5,849,148	3,492,038	2,677,771	3,848,006	
Total non-current assets	9,384,736	20,300,550	21,171,913	22,304,685	23,777,288	Merchant deposits	3,085,407	2,651,233	8,030,842	4,537,763	
Total Assets	158,908,614	181,209,718	227,254,319	277,407,568	339,370,972	Interest and investment gain, net	-469,486	-146,972	-	-	
Amounts due to related parties	3,385,863	1,963,007	1,963,007	1,963,007	1,963,007	Share-based compensation	3,613,043	4,774,730	-	-	
Customer advances and deferred	2,423,190	1,166,764	1,166,764	1,166,764	1,166,764	Other non-current assets & liabilities	-17,653	-25,237	-	-	
Payable to merchants	53,833,981	62,509,714	75,963,506	88,180,677	102,289,585	Net cash provided by operating	28,196,627	28,738,011	43,594,280	48,227,032	
Accrued expenses and other liabilities	11,193,372	14,085,513	16,763,284	20,611,290	23,795,415	Purchase of short-term investments	-86,438,068	-116,639,550	-5,210,366	-5,273,476	
Merchant deposits	10,926,319	13,577,552	21,608,394	26,146,156	30,329,541	Proceeds from sales of short-term	55,083,390	97,547,038	-	-	
Short-term borrowings	1,866,316	-	-	-	-	Purchase of long-term investment	-6,722,228	-13,628,052	-	-	
Lease liabilities	253,036	427,164	427,164	427,164	427,164	Purchase of property, equipment &	-43,046	-3,287,232	-660,997	-859,296	
Total current liabilities	83,882,077	93,729,714	117,892,119	138,495,058	159,971,477	Proceeds from disposal of proper	51	394	-	-	
Convertible bonds	14,432,792	11,788,907	11,788,907	11,788,907	11,788,907	Loans to related parties	-238,000	-	-	-	
Lease liabilities	414,939	544,263	544,263	544,263	544,263	Net cash provided by/(used in)	-38,357,901	-35,562,365	-5,871,363	-6,132,772	
Other non-current liabilities	2,918	32,287	32,287	32,287	32,287	Proceeds from follow-on offering	26,805,438	-	-	-	
Total non-current liabilities	14,850,649	12,365,457	12,365,457	12,365,457	12,365,457	Costs incurred for the follow-on of	-	-	-	-	
Total liabilities	98,732,726	106,095,171	130,257,576	150,860,515	172,336,934	Proceeds from issuance of convertible	13,024,199	-	-	-	
Ordinary shares	159	161	161	161	161	Costs incurred for the issuance of	-	-	-	-	
Additional paid-in capital	86,698,660	95,340,819	95,340,819	95,340,819	95,340,819	Repayment of short-term borrowings	-922,897	-1,875,472	-	-	
Accumulated other comprehensive income	-1,047,728	-2,519,900	19,362,297	48,912,606	89,399,592	Proceeds from short-term borrowings	1,828,923	-	-	-	
Accumulated deficits	-25,475,203	-17,706,533	-17,706,533	-17,706,533	-17,706,533	Net cash provided by financing	51,798,996	-1,875,154	-	-	
Total shareholders' equity	60,175,888	75,114,547	96,996,744	126,547,053	167,034,039	Effect of exchange rate changes on	-139,943	-145,157	-	-	
	-	-	-	-	-	Increase in cash, cash equivalents	41,497,779	-8,799,665	37,722,918	42,094,260	
Total liabilities and shareholders' equity	158,908,614	181,209,718	227,254,319	277,407,568	339,370,973	Cash, cash equivalents and res	74,843,636	66,043,971	103,766,889	145,861,148	

数据来源: 公司资料、第一上海预测

第一上海证券有限公司

香港中环德辅道中 71 号

永安集团大厦 19 楼

电话：(852) 2522-2101

传真：(852) 2810-6789

本报告由第一上海证券有限公司（“第一上海”）编制，仅供机构投资者一般审阅。未经第一上海事先明确书面许可，就本报告之任何材料、内容或印本，不得以任何方式复制、摘录、引用、更改、转移、传输或分发给任何其他人。本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据，或就其作出要约或要约邀请，也不构成投资建议。阁下不可依赖本报告中的任何内容作出任何投资决策。本报告及任何资料、材料及内容并未有考虑到个别的投资者的特定投资目标、财务情况、风险承受能力或任何特别需要。阁下应综合考虑到本身的投资目标、风险评估、财务及税务状况等因素，自行作出本身独立的投资决策。

本报告所载资料及意见来自第一上海认为可靠的来源取得或衍生，但对于本报告所载预测、意见和预期的公平性、准确性、完整性或正确性，并不作任何明示或暗示的陈述或保证。第一上海或其各自的董事、主管人员、职员、雇员或代理均不对因使用本报告或其内容或与此相关的任何损失而承担任何责任。对于本报告所载信息的准确性、公平性、完整性或正确性，不可作出依赖。

第一上海或其一家或多家关联公司可能或已经，就本报告所载信息、评论或投资策略，发布不一致或得出不同结论的其他报告或观点。信息、意见和估计均按“现况”提供，不提供任何形式的保证，并可随时更改，恕不另行通知。

第一上海并不是美国一九三四年修订的证券法（「一九三四年证券法」）或其他有关的美国州政府法例下的注册经纪-交易商。此外，第一上海亦不是美国一九四零年修订的投资顾问法（下简称为「投资顾问法」，「投资顾问法」及「一九三四年证券法」一起简称为「有关法例」）或其他有关的美国州政府法例下的注册投资顾问。在没有获得有关法例特别豁免的情况下，任何由第一上海提供的经纪及投资顾问服务，包括（但不限于）在此档内陈述的内容，皆没有意图提供给美国人。此档及其复印本均不可传送或被带往美国、在美国分发或提供给美国人。

在若干国家或司法管辖区，分发、发行或使用本报告可能会抵触当地法律、规定或其他注册/发牌的规例。本报告不是旨在向该等国家或司法管辖区的任何人或单位分发或由其使用。