

买入

2023年12月1日

三季度再超预期，第二增长曲线初获验证

- 高效率、低价格内卷电商市场：**在当前国内经济形势下，价格领先仍是最有效的竞争战略。拼多多的百亿补贴等措施已在用户中留下稳定的低价形象，贡献了稳定流量。延续此前趋势，本季度拼多多的增长优于大盘。得益于品牌化的进展，主站的货币化率继续提升。广告收入与佣金收入均实现增长。我们预计2023年营收将高于此前预期。
- Temu 增速超预期：**从需求端看来，电商业务出海具备较好的成长前景：主因各地渗透率仍普遍大幅低于中国，叠加过去一段时间的宏观环境，各海外市场均存在一定未满足需求。本季度 Temu 销售额已突破50亿美金，且年度有望超额完成150亿美金目标。截至三季度末，Temu 已在全球建立了47个站点，采用全托管模式。在供给端，中国制造业在全球拥有巨大的生产优势，Temu 效仿主站的路径，通过简化流程实现低价，有望带来可观的利润。但是，伴随 Temu 增长超预期，我们认为也应关注跨市场经营的难度以及政策性风险。
- 超高运营效率，Q3 财报好于预期：**收入 688.40 亿元人民币，YoY+94%。其中，线上营销服务收入 396.88 亿元，YoY+40%；交易服务收入 291.53 亿元，YoY+315%。运营利润 166.56 亿元，YoY+60%，运营利润率 24.2%，经调整运营利润率 26.3%。

运营费用 253.54 亿元，YoY+44%，运营费用率 36.8%。其中，营销费用 217.48 亿元，YoY+55%，费用率 31.6%，主要由营销活动支出增加所致。研发费用 28.47 亿元，YoY+6%，费用率 4.1%。行政费 7.58 亿元，YoY-16%，费用率 1.1%。SBC 费用 14.70 亿元，占收入的 2.1%。

净利润 155.37 亿元，YoY+47%，净利率 22.6%；Non-GAAP 净利润 170.27 亿元，YoY+37%，高于预期的 108.70 亿元。本季度产生运营现金流 325.38 亿元，去年同期为 116.52 亿元。公司持有现金、等价物及短期投资 2,028 亿元，现金及等价物 549.40 亿元。
- 目标价 170.51 美元，买入评级：**我们上调 2023-2025 年收入至 2,379/3,290/4,519 亿元，上调 GAAP 运营利润至 541/771/1,162 亿元，对应每 ADS 收益 42.0/51.8/70.8 元。采用 14.5 倍市盈率倍数，求得目标价 170.51 美元，具备 16% 的增长空间，维持买入评级。
- 风险：**1) 宏观经济不确定性、中美关系相关风险；2) 国内电商行业同质化竞争加剧导致增长放缓；3) 海外消费疲软导致出海业务不及预期，整体盈利水平下降；4) 海外市场面临地方保护主义等风险；5) 海外收入占比扩大所带来的汇兑影响。

唐伊莲

852-25321539

alice.tang@firstshanghai.com.hk

Chuck Li

852-25321539

chuck.li@firstshanghai.com.hk

主要数据

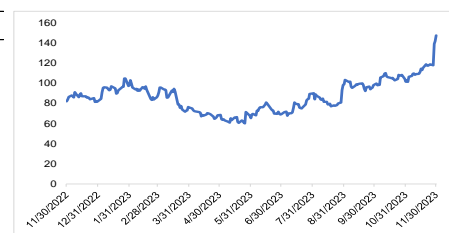
行业	电商
股价	147.44 美元
目标价	170.51 美元 (+16%)
股票代码	PDD (US)
总股本	13.3 亿股
市值	1,959 亿美元
52 周高/低	147.65 美元/59.67 美元
每股账面值	15.06 美元
主要股东	黄峥 33.50%
	腾讯 14.74%
	Gaorong Capital 4.62%

盈利摘要

截至12月31日止财政年度	21年历史	22年历史	23年预测	24年预测	25年预测
总营业收入 (人民币百万元)	93,949,939	130,557,589	237,917,713	328,964,741	451,927,081
变动	58%	39%	82%	38%	37%
运营利润	6,896,762	30,401,921	54,114,691	77,092,995	116,152,644
每ADS收益 (人民币)	6.2	24.9	42.0	51.8	70.8
变动	203%	303%	68%	23%	37%
基于147.44美元的市盈率(估)	159.3	39.6	23.5	19.1	14.0
每股派息 (美元)	0.0	0.0	0.0	0.0	1.0
股息现价比	0%	0%	0%	0%	0%

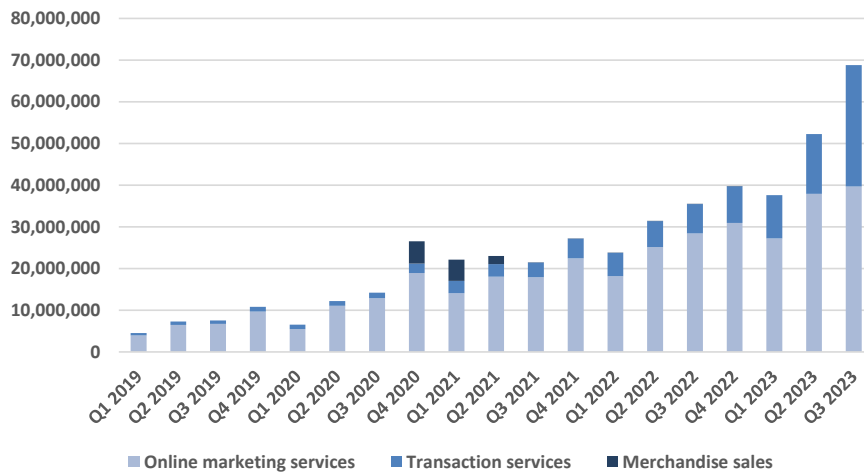
来源：公司资料，第一上海预测

股价表现



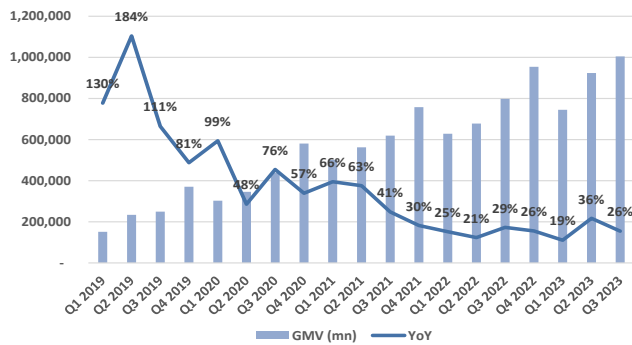
来源：彭博

图表 1: 2019Q1-2023Q3 总营收 (千, 人民币)



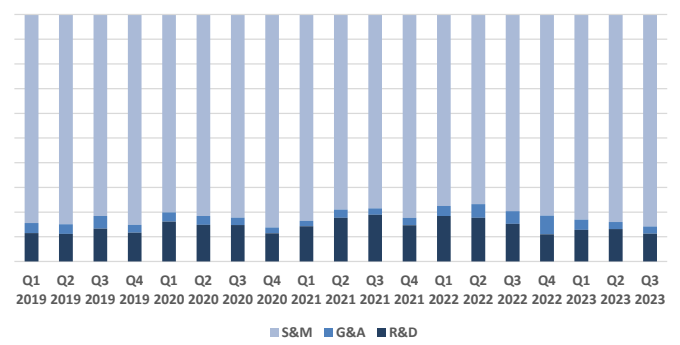
资料来源: 公司资料, 第一上海整理

图表 2: 2019Q1-2023Q3 GMV 及增速 (千, 人民币)



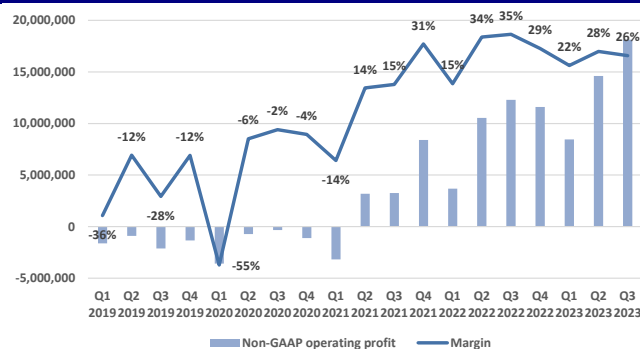
资料来源: 市场数据, 第一上海预测

图表 3: 2019Q1-2023Q3 运营费用占比



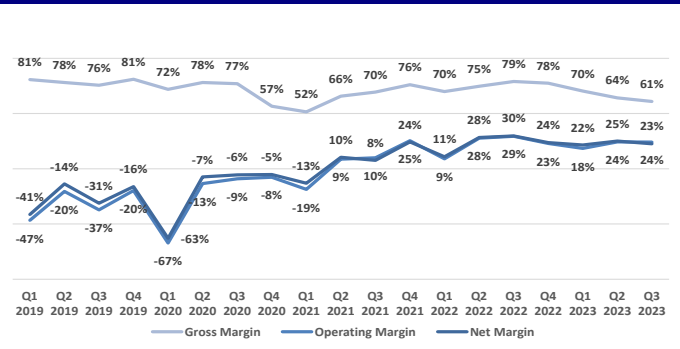
资料来源: 公司资料, 第一上海整理

图表 4: 2019Q1-2023Q3 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 5: 2019Q1-2023Q3 毛利率、运营利润率、净利率



资料来源: 公司资料, 第一上海整理

图表 6: 估值 (千, 人民币)

<i>Operating profit ('000)</i>	<i>2024E</i>	<i>2025E</i>
<i>Pinduoduo</i>	98,164,146	117,674,849
<i>Duoduo Grocery</i>	386,107	1,081,326
<i>Temu</i>	-21,457,258	-2,603,532
<b>GAAP operating profit</b>	<b>77,092,995</b>	<b>116,152,644</b>
Adjusted profit: add SBC	83,343,325	124,287,331
<i>P/E multiple</i>		14.5
Enterprise value (mn, CNY)		1,684,213
Enterprise value (mn, USD)		233,919
<b>Target price</b>		<b>170.51</b>

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											
	2021年 实际	2022年 实际	2023年 预测	2024年 预测	2025年 预测	2021年 实际	2022年 实际	2023年 预测	2024年 预测	2025年 预测	
Online marketing services	72,563,402	102,721,924	149,269,139	181,210,742	214,107,583						
Transaction services	14,140,449	27,626,494	88,648,574	147,753,999	237,819,498						
<b>Revenues</b>	<b>93,949,939</b>	<b>130,557,589</b>	<b>237,917,713</b>	<b>328,964,741</b>	<b>451,927,081</b>						
Costs of revenues	31,718,093	31,462,298	79,119,228	108,772,083	141,445,792						
<b>Gross profit</b>	<b>62,231,846</b>	<b>99,095,291</b>	<b>158,798,485</b>	<b>220,192,658</b>	<b>310,481,289</b>						
Sales and marketing expenses	-44,801,720	-54,343,719	-89,219,142	-121,716,954	-164,953,384						
General and administrative expense	-1,540,774	-3,964,935	-3,568,766	-4,934,471	-6,778,906						
Research and development expense	-8,992,590	-10,384,716	-11,895,886	-16,448,237	-22,596,354						
Total operating expenses	-55,335,084	-68,693,370	-104,683,794	-143,099,662	-194,328,645						
<b>Operating profit/loss</b>	<b>6,896,762</b>	<b>30,401,921</b>	<b>54,114,691</b>	<b>77,092,995</b>	<b>116,152,644</b>						
Interest and investment income, interest expenses	3,061,662	3,997,100	9,005,082	9,868,942	13,557,812						
Foreign exchange gain	71,750	-149,710	311,700	716,559	523,968						
Other income, net	656,255	2,221,358	4,599,498	3,289,647	4,519,271						
Change in the fair value of the w	-	-	-	-	-						
Loss before income tax and share	9,455,427	36,419,014	67,974,174	90,901,419	134,713,624						
Share of results of equity investe	246,828	-155,285	-155,285	-155,285	-155,285						
Income Tax expenses	-1,933,585	-4,725,667	-10,196,126	-13,635,213	-20,207,044						
<b>Net profit/loss</b>	<b>7,768,670</b>	<b>31,538,062</b>	<b>57,622,763</b>	<b>77,110,922</b>	<b>114,351,295</b>						
<b>资产负债表</b>						<b>现金流量表</b>					
	2021年 实际	2022年 实际	2023年 预测	2024年 预测	2025年 预测	2021年 实际	2022年 实际	2023年 预测	2024年 预测	2025年 预测	
Cash and cash equivalents & Re	66,043,971	92,300,417	176,453,326	276,054,639	414,442,667	Net profit/loss	7,768,670	31,538,062	57,622,763	77,110,922	
Receivables from online payment	673,737	587,696	2,617,095	3,289,647	4,067,344	Interest expense	1,231,002	51,655	-	-	
Short-term investments	86,516,618	115,112,554	120,112,554	125,112,554	130,112,554	Lease expense to reduce right-of-	348,863	510,915	-	-	
Amounts due from related parties	4,250,155	6,318,830	6,543,511	6,812,950	6,790,240	Receivables from online payment	55,811	86,041	-2,029,399	-672,553	
Prepayments and other current a	3,424,687	2,298,379	2,528,217	2,781,039	3,059,142	Amounts due from related parties	-10,086	-2,068,675	-224,681	-269,439	
<b>Total current assets</b>	<b>160,909,168</b>	<b>216,617,876</b>	<b>308,254,702</b>	<b>414,050,828</b>	<b>558,471,947</b>	Prepayments and other current as	1,744,645	758,282	-229,838	-252,822	
Property, equipment and software	2,203,323	1,044,847	210,985	-710,047	-1,692,049	Customer advances and deferred	-1,256,426	222,891	-	-	
Intangible asset	701,220	134,002	174,203	226,463	294,402	Amounts due to related parties	-1,422,856	-286,616	-	-	
Right-of-use assets	938,537	1,416,081	1,416,081	1,416,081	1,416,081	Payable due to merchants	8,686,493	749,373	5,967,540	10,200,179	
Other non-current assets	16,457,470	17,907,147	17,907,147	17,907,147	17,907,147	Accrued expenses and other liabil	3,492,038	7,003,998	24,990,032	14,498,464	
Total non-current assets	20,300,550	20,502,077	19,708,415	18,839,644	17,925,581	Merchant deposits	2,651,233	1,480,677	2,262,830	3,117,791	
<b>Total Assets</b>	<b>181,209,718</b>	<b>237,119,953</b>	<b>327,963,118</b>	<b>432,890,472</b>	<b>576,397,528</b>	Interest and investment gain, net	-146,972	-606,447	-	-	
Amounts due to related parties	1,963,007	1,676,391	1,676,391	1,676,391	1,676,391	Share-based compensation	4,774,730	7,718,365	-	-	
Customer advances and deferred	1,166,764	1,389,655	1,389,655	1,389,655	1,389,655	Other non-current assets & liabilit	-25,237	-1,064,074	-	-	
Payable to merchants	62,509,714	63,316,695	69,284,235	79,484,414	88,795,445	<b>Net cash provided by operating</b>	<b>28,738,011</b>	<b>48,507,860</b>	<b>88,359,247</b>	<b>103,732,542</b>	
Accrued expenses and other liab	14,085,513	20,960,723	45,950,755	60,449,219	77,228,120	Purchase of short-term investmen	-116,639,550	-163,996,321	-5,040,201	-5,052,261	
Merchant deposits	13,577,552	15,058,229	17,321,059	20,438,849	23,504,677	Proceeds from sales of short-term	97,547,038	141,928,351	-	-5,067,939	
Short-term borrowings	-	13,885,751	13,885,751	13,885,751	13,885,751	Purchase of long-term investment:	-13,628,052	-6,795,838	-	-	
Lease liabilities	427,164	602,036	602,036	602,036	602,036	Purchase of property, equipment ;	-3,287,232	-635,716	833,862	921,032	
<b>Total current liabilities</b>	<b>93,729,714</b>	<b>116,889,480</b>	<b>150,109,882</b>	<b>177,926,316</b>	<b>207,082,076</b>	Proceeds from disposal of proper	394	40	-	-	
Convertible bonds	11,788,907	1,575,755	1,575,755	1,575,755	1,575,755	Loans to related parties	-	-	-	-	
Lease liabilities	544,263	870,782	870,782	870,782	870,782	<b>Net cash provided by/(used in)</b>	<b>-35,562,365</b>	<b>-22,361,670</b>	<b>-4,206,338</b>	<b>-4,131,229</b>	
Other non-current liabilities	32,287	13,025	13,025	13,025	13,025	Proceeds from follow-on offering	-	-	-	-	
<b>Total non-current liabilities</b>	<b>12,365,457</b>	<b>2,459,562</b>	<b>2,459,562</b>	<b>2,459,562</b>	<b>2,459,562</b>	Costs incurred for the follow-on of	-	-	-	-	
<b>Total liabilities</b>	<b>106,095,171</b>	<b>119,349,042</b>	<b>152,569,444</b>	<b>180,385,878</b>	<b>209,541,638</b>	Proceeds from issuance of conver	-	-	-	-	
Ordinary shares	161	170	170	170	170	Costs incurred for the issuance of	-	-	-	-	
Additional paid-in capital	95,340,819	99,250,468	99,250,468	99,250,468	99,250,468	Repayment of short-term borrowin	-1,875,472	-	-	-	
Accumulated other comprehensiv	-2,519,900	3,327,238	60,950,001	138,060,922	252,412,217	Proceeds from short-term borrow	-	-	-	-	
Accumulated deficits	-17,706,533	15,193,035	15,193,035	15,193,035	15,193,035	<b>Net cash provided by financing</b>	<b>-1,875,154</b>	<b>10,079</b>	-	-	
<b>Total shareholders' equity</b>	<b>75,114,547</b>	<b>117,770,911</b>	<b>175,393,674</b>	<b>252,504,595</b>	<b>366,855,890</b>	Effect of exchange rate changes c	-145,157	100,177	-	-	
	-	-	-	-	-	Increase in cash, cash equivalents	-8,799,665	26,256,446	84,152,909	99,601,313	
<b>Total liabilities and sharehold</b>	<b>181,209,718</b>	<b>237,119,953</b>	<b>327,963,118</b>	<b>432,890,473</b>	<b>576,397,528</b>	<b>Cash, cash equivalents and res</b>	<b>66,043,971</b>	<b>92,300,417</b>	<b>176,453,326</b>	<b>276,054,639</b>	

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。