

买入

2024 年 5 月 30 日

国内业务保持正循环，海外业务持续“破风”

- **国内业务保持正循环：**一季度国内线上实物零售及其他电商销售额均取得不错的增速，得益于低价心智和高效运营，当前拼多多主站保持领先行业的水平。由于玩家数量众多以及同质化竞争，今年对国内电商依然是颇具挑战的一年。商家的广告支出取决于电商平台的投放效率，我们认为拼多多相较同行依然具备一定优势。随着买菜业务的竞争格局逐渐缓和，本季度多多买菜由客单价和利润端双轮驱动。
- **海外业务持续“破风”：**本季度 Temu 全球销售额环比继续增长，全托管业务的减亏成果显著，半托管业务于 3 月中上线。据了解公司目前正在洽谈长协价格，并且伴随半托管上线，海运的比重增加将缓解履约费用的影响。公司在 2 月份“超级碗”之后已暂停在美国市场的投放，未来将主要依赖自然流量所带来的增长，因此成本端依然存在压缩空间，全年亏损将持续收窄。但是，尽管TikTok作为社交媒体与Temu等电商平台有一定本质区别，政策风险始终是潜在的风险项。
- **Q1 收入利润双超预期：**Q1 收入 868.12 亿元人民币，YoY+131%。其中，线上营销服务收入 424.56 亿元，YoY+56%，拼多多主站的变现效率再度提升；交易服务收入 443.56 亿元，YoY+327%，主要受益于 Temu 的增长。运营利润 259.75 亿元，YoY+275%，运营利润率 29.9%，经调整运营利润率 32.9%。运营费用 281.44 亿元，YoY+44%，运营费用率 32.4%。其中，营销费用 234.11 亿元，YoY+44%，费用率 27.0%，连续五个季度下降。研发费用 29.10 亿元，YoY+16%，费用率 3.4%。行政费用 18.23 亿元，YoY+123%，费用率 2.1%。SBC 费用 25.79 亿元，占收入的 3.0%。净利润 279.98 亿元，YoY+246%，净利率 32.3%；Non-GAAP 净利润 306.02 亿元，YoY+202%。本季度产生运营现金流 210.67 亿元，截至一季度末，公司持有现金、等价物及短期投资 2,421 亿元，现金及等价物 555.92 亿元。
- **目标价 211.80 美元，买入评级：**基于本次财报，我们上调 2024-2026 年公司收入至 4,582/6,221/7,681 亿元，上调 2024-2026 年运营利润至 1,352/1,856/2,334 亿元，对应每 ADS 收益 96.2/131.8/165.3 元。上调目标价至 211.80 美元，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

李倩

852-25222101

chuck.li@firstshanghai.com.hk

主要数据

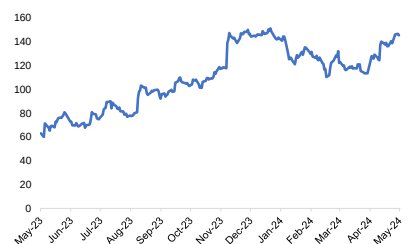
行业	电商
股价	149.72 美元
目标价	211.80 美元 (+41%)
股票代码	PDD (US)
总股本	13.9 亿股
市值	2,079 亿美元
52 周高/低	164.69 美元/62.53 美元
每股账面值	19.19 美元
主要股东	黄峥 32.05% 腾讯 14.10% Gaorong Capital 4.42%

盈利摘要

截至12月31日止财政年度	22年历史	23年历史	24年预测	25年预测	26年预测
总营业收入 (人民币百万元)	130,557,589	247,639,205	458,192,070	622,126,370	768,135,973
变动	39%	90%	85%	36%	23%
运营利润	30,401,921	58,698,762	135,178,191	185,607,850	233,446,610
每ADS收益 (人民币)	24.9	44.3	96.2	131.8	165.3
变动	303%	78%	117%	37%	25%
基于149.72美元的市盈率(估)	40.2	22.6	10.4	7.6	6.1
每股派息 (美元)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
股息现价比	0%	0%	0%	0%	0%

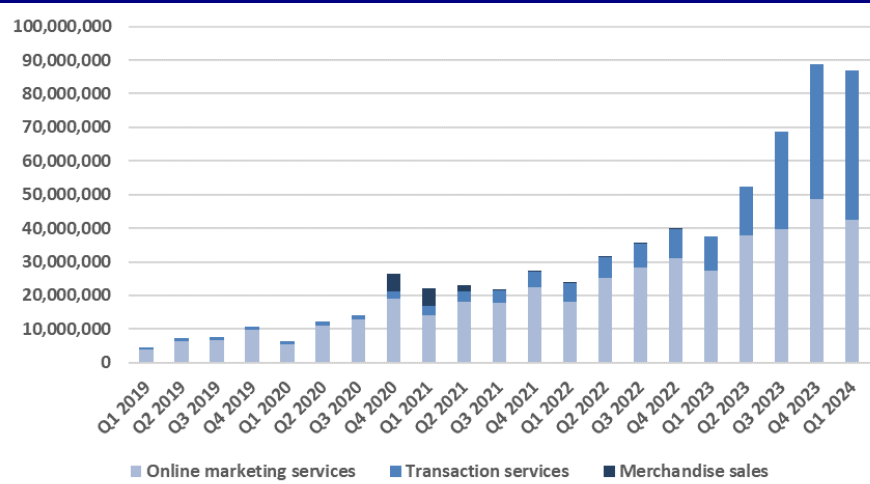
来源：公司资料，第一上海预测

股价表现



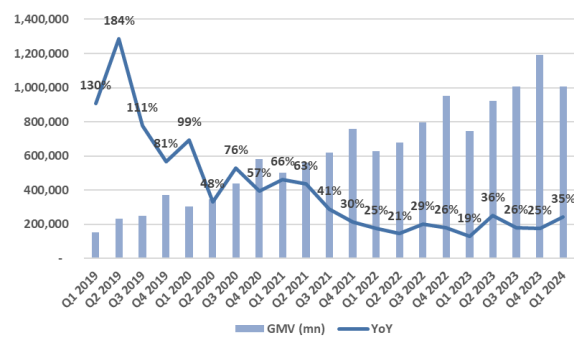
来源：彭博

图表 1: 2019Q1-2024Q1 总营收（千，人民币）



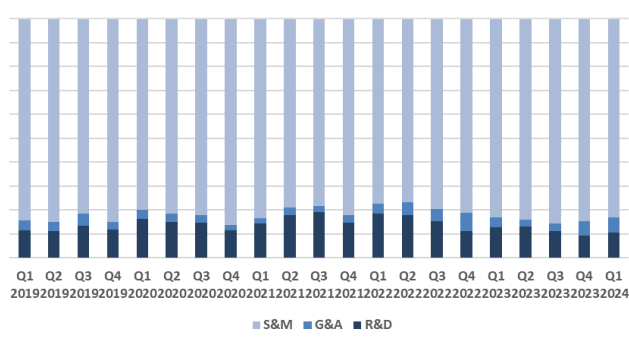
资料来源：公司资料，第一上海整理

图表 2: 2019Q1-2024Q1 GMV 及增速（千，人民币）



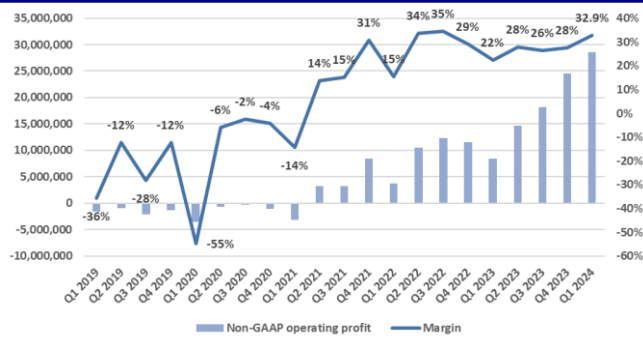
资料来源：市场数据，第一上海预测

图表 3: 2019Q1-2024Q1 运营费用占比



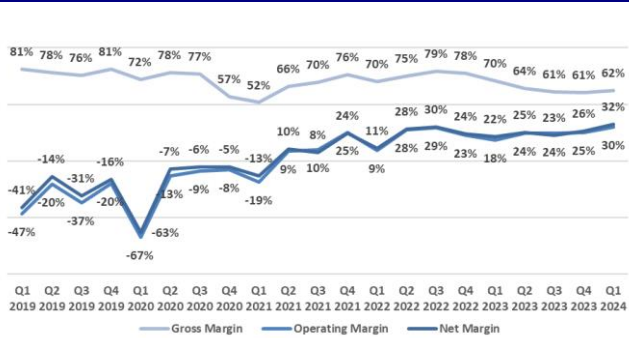
资料来源：公司资料，第一上海整理

图表 4: 2019Q1-2024Q1 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: 2019Q1-2024Q1 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>2026E</i>
<i>Pinduoduo</i>	142,551,811	182,855,853	220,518,419
<i>Duoduo Grocery</i>	3,140,444	4,197,204	5,413,121
<i>Temu</i>	-10,514,064	-1,445,206	7,515,071
GAAP operating profit	135,178,191	185,607,850	233,446,610
Adjusted profit: add SBC	148,923,953	203,649,515	254,954,418
<i>EV/EBITDA</i>			<i>13.0</i>
Enterprise value (mn, CNY)			3,034,806
Market capitalization (mn, CNY)			3,152,170
<i>Discount rate per annum</i>			<i>20%</i>
Market capitalization (mn, CNY)			2,189,007
Market capitalization (mn, USD)			304,029
Target price			211.80

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											
	2022年 实际	2023年 实际	2024年 预测	2025年 预测	2026年 预测		2022年 实际	2023年 实际	2024年 预测	2025年 预测	2026年 预测
Online marketing services	102,721,924	153,540,553	229,445,343	300,791,101	347,038,138	盈利能力					
Transaction services	27,626,494	94,098,652	228,746,728	321,335,269	421,097,835	Gross Profit Non-GAAP	106,813,656	162,994,422	312,213,192	424,741,688	527,935,695
Revenues	130,557,589	247,639,205	458,192,070	622,126,370	768,135,973	Gross Margin Non-GAAP	81.8%	65.8%	68.1%	68.3%	68.7%
Costs of revenues	31,462,298	91,723,577	159,724,641	215,426,347	261,708,085	Operating Income Non-GAAP	38,120,286	65,777,556	148,923,953	203,649,515	254,954,418
Gross profit	99,095,291	155,915,628	298,467,430	406,700,023	506,427,888	Operating Margin Non-GAAP	29.2%	26.6%	32.5%	32.7%	33.2%
Sales and marketing expenses	-54,343,719	-82,188,870	-137,913,897	-186,637,911	-230,440,792	Net Income Non-GAAP	39,529,722	67,899,292	152,619,225	208,090,520	259,621,149
General and administrative expenses	-3,964,935	-4,075,622	-7,846,109	-10,653,331	-13,153,608	Net Margin Non-GAAP	30.3%	27.4%	33.3%	33.4%	33.8%
Research and development expenses	-10,384,716	-10,952,374	-17,529,233	-23,800,931	-29,386,877	Gross Margin	75.90%	62.96%	65.14%	65.37%	65.93%
Total operating expenses	-68,693,370	-97,216,866	-163,289,239	-221,092,172	-272,981,277	Operating Margin	23.29%	23.70%	29.50%	29.83%	30.39%
Operating profit/loss	30,401,921	58,698,762	135,178,191	185,607,850	233,446,610	Net Margin	24.16%	24.24%	30.13%	30.42%	30.89%
Interest and investment income, net	3,997,100	10,238,080	21,338,672	28,973,331	35,773,210	Revenue/GMV	4.27%	6.41%	9.48%	11.01%	11.92%
Interest expenses	-51,655	-43,987	-49,862	-67,701	-83,590	Online marketing service	3.36%	3.97%	4.75%	5.32%	5.39%
Foreign exchange gain	-149,710	35,721	411,050	558,118	689,105	营运表现					
Other income, net	2,221,358	2,952,579	5,567,056	7,558,865	9,332,889	S&M expenses	-41.6%	-33.2%	-30.1%	-30.0%	-30.0%
Change in the fair value of the warrant liability	-	-	-	-	-	G&A expenses	-3.0%	-1.6%	-1.7%	-1.7%	-1.7%
Loss before income tax and share of results of investees	36,419,014	71,881,155	162,445,107	222,630,463	279,158,225	R&D expenses	-8.0%	-4.4%	-3.8%	-3.8%	-3.8%
Share of results of equity investees	-155,285	-4,707	-4,707	-4,707	-4,707						
Income Tax expenses	-4,725,667	-11,849,904	-24,366,766	-33,394,569	-41,873,734						
Net profit/loss	31,538,062	60,026,544	138,073,634	189,231,187	237,279,784						
资产负债表						现金流量表					
	2022年 实际	2023年 实际	2024年 预测	2025年 预测	2026年 预测		2022年 实际	2023年 实际	2024年 预测	2025年 预测	2026年 预测
Cash and cash equivalents & Restricted cash	92,300,417	121,779,905	291,573,414	513,206,080	783,288,373	Net profit/loss	31,538,062	60,026,544	138,073,634	189,231,187	237,279,784
Receivables from online payment platforms	587,696	3,914,117	4,581,921	5,599,137	6,913,224	Interest expense	51,655	-	-	-	-
Short-term investments	115,112,554	157,415,365	162,415,365	167,415,365	172,415,365	Lease expense to reduce right-of-use assets	510,915	-	-	-	-
Amounts due from related parties	6,318,830	7,428,070	7,247,179	7,348,640	8,377,449	Receivables from online payment platforms	86,041	-	-667,804	-1,017,217	-1,314,086
Prepayments and other current assets	2,298,379	4,213,015	4,634,317	5,097,748	5,607,523	Amounts due from related parties	-2,068,675	-	180,891	-101,461	-1,028,810
Total current assets	216,617,876	294,750,472	470,452,195	698,666,970	976,601,934	Prepayments and other current assets	758,282	-	-421,302	-463,432	-509,775
Property, equipment and software, net	1,044,847	979,597	-710,047	-1,692,049	-2,869,070	Customer advances and deferred revenues	222,891	-	-	-	-
Intangible asset	134,002	21,148	27,492	35,740	46,462	Amounts due to related parties	-286,616	-	-	-	-
Right-of-use assets	1,416,081	4,104,889	4,104,889	4,104,889	4,104,889	Payable due to merchants	749,373	-	9,553,171	11,547,172	13,453,663
Other non-current assets	17,907,147	48,222,014	48,222,014	48,222,014	48,222,014	Accrued expenses and other liabilities	7,003,998	-	22,171,932	22,875,928	22,579,294
Total non-current assets	20,502,077	53,327,648	51,644,348	50,670,594	49,504,295	Merchant deposits	1,480,677	-	4,219,687	3,586,734	3,455,923
Total Assets	237,119,953	348,078,120	522,096,543	749,337,564	1,026,106,228	Interest and investment gain, net	-606,447	-	-	-	-
Amounts due to related parties	1,676,391	1,238,776	1,238,776	1,238,776	1,238,776	Share-based compensation	7,718,365	-	-	-	-
Customer advances and deferred revenues	1,389,655	2,144,610	2,144,610	2,144,610	2,144,610	Other non-current assets & liabilities	-1,064,074	-	-	-	-
Payable to merchants	63,316,695	74,997,252	84,550,423	96,097,595	109,551,258	Net cash provided by operating activities	48,507,860	94,162,531	173,110,209	225,658,912	273,915,994
Accrued expenses and other liabilities	20,960,723	55,351,399	77,523,331	100,399,259	122,978,553	Purchase of short-term investments	-163,996,321	-	-5,006,344	-5,008,248	-5,010,722
Merchant deposits	15,058,229	16,878,746	21,098,433	24,685,166	28,141,089	Proceeds from sales of short-term investments	141,928,351	-	-	-	-
Short-term borrowings	13,885,751	648,570	648,570	648,570	648,570	Purchase of long-term investments	-6,795,838	-	-	-	-
Lease liabilities	602,036	1,641,548	1,641,548	1,641,548	1,641,548	Purchase of property, equipment and software	-635,716	-	1,689,644	982,002	1,177,021
Total current liabilities	116,889,480	152,900,901	188,845,691	226,855,525	266,344,405	Proceeds from disposal of property and equipment	40	-	-	-	-
Convertible bonds	1,575,755	5,231,523	5,231,523	5,231,523	5,231,523	Loans to related parties	-	-	-	-	-
Lease liabilities	870,782	2,644,260	2,644,260	2,644,260	2,644,260	Net cash provided by/(used in) investing activities	-22,361,670	-55,431,278	-3,316,700	-4,026,246	-3,833,701
Other non-current liabilities	13,025	59,829	59,829	59,829	59,829	Proceeds from follow-on offering	-	-	-	-	-
Total non-current liabilities	2,459,562	7,935,612	7,935,612	7,935,612	7,935,612	Costs incurred for the follow-on offering & the is	-	-	-	-	-
Total liabilities	119,349,042	160,836,513	196,781,303	234,791,137	274,280,017	Proceeds from issuance of convertible bonds	-	-	-	-	-
Ordinary shares	170	177	177	177	177	Costs incurred for the issuance of convertible bonds	-	-	-	-	-
Additional paid-in capital	99,250,468	107,293,091	107,293,091	107,293,091	107,293,091	Repayment of short-term borrowings	-	-	-	-	-
Accumulated other comprehensive income	3,327,238	4,829,742	142,903,376	332,134,563	569,414,347	Proceeds from short-term borrowings	-	-	-	-	-
Accumulated deficits	15,193,035	75,118,597	75,118,597	75,118,597	75,118,597	Net cash provided by financing activities	10,079	-8,960,626	-	-	-
Total shareholders' equity	117,770,911	187,241,607	325,315,241	514,546,428	751,826,212	Effect of exchange rate changes on cash, cash	100,177	-	-	-	-
	-	-	-	-	-	Increase in cash, cash equivalents and restricted cash	26,256,446	29,479,488	169,793,509	221,632,666	270,082,293
Total liabilities and shareholders' equity	237,119,953	348,078,120	522,096,544	749,337,564	1,026,106,229	Cash, cash equivalents and restricted cash	92,300,417	121,779,905	291,573,414	513,206,080	783,288,373

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。

©2024 第一上海证券有限公司 版权所有。保留一切权利。