

## 买入

2024年9月2日

### 电商市场竞争白热化，短期牺牲利润换成长

- 国内业务面临挑战：**2024年上半年实物商品网上销售额同比增长8.8%，二季度居民人均消费支出同比下滑3.3个百分点至5.0%，各平台在电商促销节点618的增速出现分化，反映了居民消费趋势有所承压。管理层表示，考虑到外部环境及竞争格局的变化，收入的高成长性与盈利能力将面临挑战，未来公司将增加投资，尚不考虑股票回购或分红计划。我们认为由于理性消费及同质化竞争，短期国内电商市场依然颇具挑战。全年拼多多将聚焦GMV增长，将让利扶持优质商家，短期通过牺牲利润换取更长期的平台生态。
- 海外业务进展良好：**上半年Temu全球销售额接近200亿美元，我们预计24全年GMV将达到500亿美元。我们认为全托管业务的UE已接近盈亏平衡，半托管持续发力，整体亏损环比收窄。海外业务的成本结构以物流及营销费用为主，随着半托管业务的发展，履约费用的占比将会下降。此外，未来美国市场的增长将主要依赖自然流量，广告投放重点集中在非美市场，因此全年成本结构将持续优化。
- Q2营收不及预期：**Q2收入970.60亿元人民币，YoY+86%，不及市场预期。其中，线上营销服务收入491.16亿元，YoY+29%，连续两个季度降速；交易服务收入479.44亿元，YoY+234%，主要受益于Temu的增长。运营利润325.65亿元，YoY+156%，超出市场预期；运营利润率33.6%，经调整运营利润率36.0%，达到历史新高水平。运营费用307.97亿元，YoY+48%，运营费用率31.7%。其中，营销费用260.49亿元，YoY+48%，费用率26.8%。研发费用29.09亿元，YoY+6%，费用率3.0%。行政费用18.39亿元，YoY+208%，费用率1.9%。SBC费用24.2亿元，占收入的2.5%。净利润320.09亿元，YoY+144%，净利率33.0%；Non-GAAP净利润344.32亿元，YoY+125%。本季度产生运营现金流437.93亿元，截至二季度末，公司持有现金、等价物及短期投资2,849亿元，其中现金及等价物为568亿元。
- 目标价146.10美元，买入评级：**基于本次财报，我们下调2024-2026年公司收入至4,124/5,210/6,344亿元（原为4,582/6,221/7,681亿元），下调2024-2026年运营利润至1,206/1,508/1,863亿元（原为1,352/1,856/2,334亿元），对应每ADS收益87.1/109.0/134.3元。我们下调目标价至146.10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、利润下滑；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	TMT
股价	96.11 美元
目标价	146.10 美元 (+52%)
股票代码	PDD (US)
总股本	13.9 亿股
市值	1,335 亿美元
52周高/低	164.69 美元/88.01 美元
每股账面值	25.17 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	412,432,940	521,028,506	634,352,129
	变动 39%	90%	67%	26%	22%
运营利润	30,401,921	58,698,762	120,648,857	150,839,603	186,296,872
每ADS收益 (人民币)	24.9	44.3	87.1	109.0	134.3
	变动 303%	78%	96%	25%	23%
基于96.11美元的市盈率(估)	25.8	14.5	7.4	5.9	4.8
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%

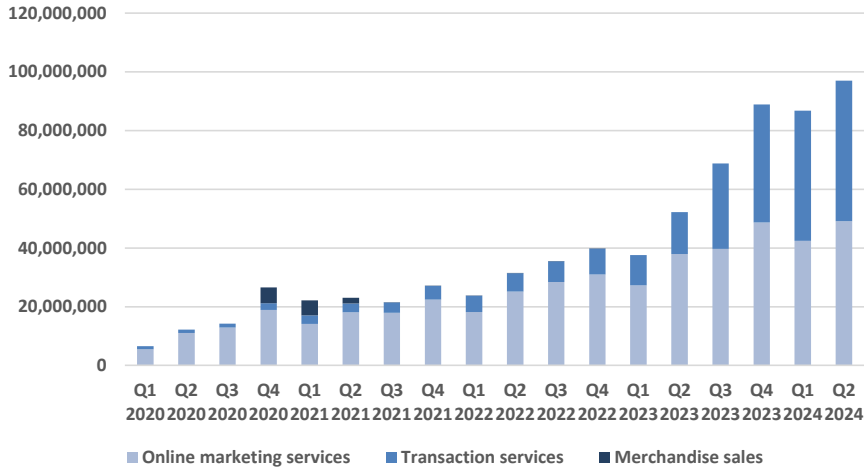
来源：公司资料，第一上海预测

### 股价表现



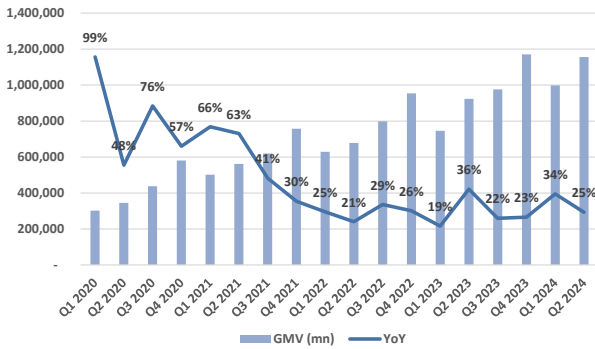
来源：彭博

图表 1: 2020Q1-2024Q2 总营收 (千, 人民币)



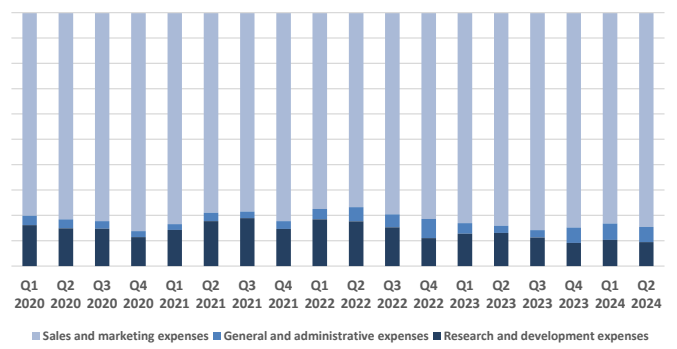
资料来源: 公司资料, 第一上海整理

图表 2: 2020Q1-2024Q2 GMV 及增速 (千, 人民币)



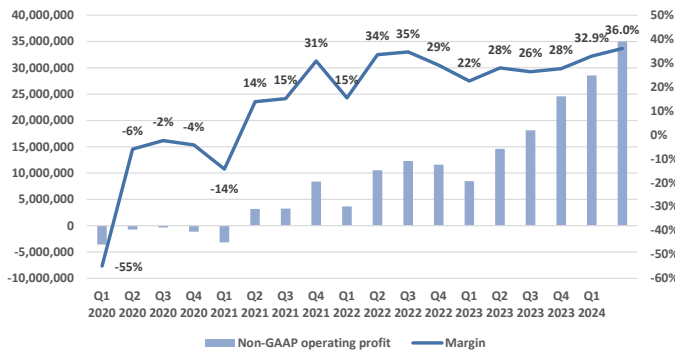
资料来源: 市场数据, 第一上海预测

图表 3: 2020Q1-2024Q2 运营费用占比



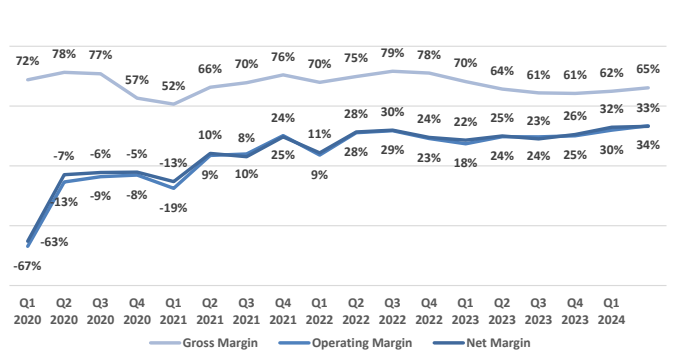
资料来源: 公司资料, 第一上海整理

图表 4: 2020Q1-2024Q2 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: 2020Q1-2024Q2 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>	126,171,257	145,105,957	168,649,272
<i>Duoduo Grocery</i>	2,004,714	3,224,609	4,600,603
<i>Temu</i>	-7,527,114	2,509,038	13,046,998
<b>GAAP operating profit</b>	<b>120,648,857</b>	<b>150,839,603</b>	<b>186,296,872</b>
Adjusted profit: add SBC	131,784,547	164,386,345	202,155,675
<i>EV/EBITDA</i>			12.0
Enterprise value (mn, CNY)			2,235,562
Market capitalization (mn, CNY)			2,315,184
<i>Discount rate per annum</i>			25%
Market capitalization (mn, CNY)			<b>1,481,718</b>
Market capitalization (mn, USD)			205,794
<b>Target price</b>			<b>146.10</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											
	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	186,919,537	204,584,025	219,959,746						
Transaction services	27,626,494	94,098,652	225,513,403	316,444,480	414,392,383						
<b>Revenues</b>	<b>130,557,589</b>	<b>247,639,205</b>	<b>412,432,940</b>	<b>521,028,506</b>	<b>634,352,129</b>						
Costs of revenues	31,462,298	91,723,577	152,087,031	186,645,124	224,590,735						
<b>Gross profit</b>	<b>99,095,291</b>	<b>155,915,628</b>	<b>260,345,909</b>	<b>334,383,381</b>	<b>409,761,395</b>						
Sales and marketing expenses	-54,343,719	-82,188,870	-118,138,338	-156,308,552	-190,305,639						
General and administrative expenses	-3,964,935	-4,075,622	-7,636,905	-9,647,739	-11,746,121						
Research and development expenses	-10,384,716	-10,952,374	-13,921,808	-17,587,487	-21,412,763						
Total operating expenses	-68,693,370	-97,216,866	-139,697,052	-183,543,778	-223,464,523						
<b>Operating profit/loss</b>	<b>30,401,921</b>	<b>58,698,762</b>	<b>120,648,857</b>	<b>150,839,603</b>	<b>186,296,872</b>						
Interest and investment income, net	3,997,100	10,238,080	19,790,089	25,000,914	30,438,609						
Interest expenses	-51,655	-43,987	-24,586	-31,059	-37,815						
Foreign exchange gain	-149,710	35,721	206,129	260,404	317,041						
Other income, net	2,221,358	2,952,579	3,613,805	4,565,337	5,558,298						
Change in the fair value of the warrant liability	-	-	-	-	-						
Loss before income tax and share of results of	36,419,014	71,881,155	144,234,294	180,635,199	222,573,005						
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	-21,635,144	-27,095,280	-33,385,951						
<b>Net profit/loss</b>	<b>31,538,062</b>	<b>60,026,544</b>	<b>122,594,443</b>	<b>153,535,212</b>	<b>189,182,347</b>						
<b>资产负债表</b>						<b>现金流量表</b>					
	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	267,293,205	445,656,721	662,981,761	Net profit/loss	31,538,062	60,026,544	122,594,443	153,535,212	
Receivables from online payment platforms	587,696	3,914,117	4,124,329	4,689,257	5,709,169	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	7,097,679	7,197,046	8,204,633	Receivables from online payment platforms	86,041	-	-210,212	-564,927	
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	-	330,391	-99,368	
<b>Total current assets</b>	<b>216,617,876</b>	<b>294,750,472</b>	<b>445,564,895</b>	<b>630,056,137</b>	<b>854,918,451</b>	Prepayments and other current assets	758,282	-	-421,302	-463,432	
Property, equipment and software, net	1,044,847	979,597	-710,047	-1,682,049	-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	-	7,809,000	11,308,968	
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	-	14,676,781	15,115,268	
Total non-current assets	20,502,077	53,327,648	51,644,348	50,670,594	49,504,295	Merchant deposits	1,480,677	-	4,050,899	3,558,040	
<b>Total Assets</b>	<b>237,119,953</b>	<b>348,078,120</b>	<b>497,209,243</b>	<b>680,726,730</b>	<b>904,422,746</b>	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	82,806,252	94,115,220	107,291,351	<b>Net cash provided by operating activities</b>	<b>48,507,860</b>	<b>94,162,531</b>	<b>148,830,000</b>	<b>182,389,761</b>	
Accrued expenses and other liabilities	20,960,723	55,351,399	70,028,180	85,143,447	103,052,709	Purchase of short-term investments	-163,996,321	-	-5,006,344	-5,008,248	
Merchant deposits	15,058,229	16,878,746	20,929,645	24,487,685	27,915,961	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	
<b>Total current liabilities</b>	<b>116,889,480</b>	<b>152,900,901</b>	<b>179,437,581</b>	<b>209,419,857</b>	<b>243,933,525</b>	Proceeds from disposal of property and equipm	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	<b>Net cash provided by/(used in) investing act</b>	<b>-22,361,670</b>	<b>-55,431,278</b>	<b>-3,316,700</b>	<b>-4,026,246</b>	
Other non-current liabilities	13,025	59,829	59,829	59,829	59,829	Proceeds from follow-on offering	-	-	-	-	
<b>Total non-current liabilities</b>	<b>2,459,562</b>	<b>7,935,612</b>	<b>7,935,612</b>	<b>7,935,612</b>	<b>7,935,612</b>	Costs incurred for the follow-on offering & the is	-	-	-	-	
<b>Total liabilities</b>	<b>119,349,042</b>	<b>160,836,513</b>	<b>187,373,193</b>	<b>217,355,469</b>	<b>251,869,137</b>	Proceeds from issuance of convertible bonds	-	-	-	-	
Ordinary shares	170	177	177	177	177	Costs incurred for the issuance of convertible b	-	-	-	-	
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	127,424,185	280,959,397	470,141,744	Proceeds from short-term borrowings	-	-	-	-	
Accumulated deficits	15,193,035	75,118,597	75,118,597	75,118,597	75,118,597	<b>Net cash provided by financing activities</b>	<b>10,079</b>	<b>-8,960,626</b>	-	-	
<b>Total shareholders' equity</b>	<b>117,770,911</b>	<b>187,241,607</b>	<b>309,836,050</b>	<b>463,371,262</b>	<b>652,553,609</b>	Effect of exchange rate changes on cash, cash	100,177	-	-	-	
	-	-	-	-	-	Increase in cash, cash equivalents and restricte	26,256,446	29,479,488	145,513,300	178,363,516	
<b>Total liabilities and shareholders' equity</b>	<b>237,119,953</b>	<b>348,078,120</b>	<b>497,209,243</b>	<b>680,726,731</b>	<b>904,422,746</b>	<b>Cash, cash equivalents and restricted cash</b>	<b>92,300,417</b>	<b>121,779,905</b>	<b>267,293,205</b>	<b>445,656,721</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。