



安信國際  
ESSENCE INTERNATIONAL

# 安信国际-拼多多仍是“时间的玫瑰”？

安信国际

2024-09-05

汪阳  
TMT行业分析员

CENO.:BIT765  
alexwang@eif.com.hk

请参阅本报告尾部免责声明

## Q2业绩表现如何，从基本面角度解释下跌

- 拼多多Q2收入同比增长86%至970.6亿元（miss3%，预期999.9亿），经调整净利润同比增长125%至344.3亿元（beat14%，预期300.1亿元）。
- 收入虽然小幅miss，但是反应国内基本盘业务的在线广告收入同比增幅从上季度的55.8%下滑至29.5%，回到2022Q1的增幅水平，担忧国内基本盘在阿里京东的竞争下强势地位展现松动迹象；
- 净利润超预期，预计差在于：收入miss但毛利润仍beat3.22%，费用率31.7%比预期少了约1.2%；
- 境外TEMU表现虽然强势，面临地缘政治达摩克利斯之剑，估值仍未显著纳入体系，反而带来情绪干扰；同时近期又面临Shein的起诉，海外竞争依旧激烈。
- PDD在公告表示：“我们准备接受短期的牺牲和潜在的盈利能力下降”，预示后续可能潜在利润率下降担忧；



## 业绩会公司人设转变, 最负面的自我评论

- 利润率指引下滑：“已经做好未来一段时间内牺牲短期利润的准备”“过去几个季度的利润增长不应作为长期指导，短期内会出现波动或反弹”；
- 收入承压：“上个季度，我们的收入增速环比放缓。展望未来，由于竞争加剧和外部挑战，收入增长不可避免地将面临压力”；
- 不进行分红：“由于我们继续大力投资，盈利能力也可能受到影响，未来几年内不会进行股票回购或分红计划”；
- 暗示行业竞争加剧“未来一年，会减免优质商家100亿元手续费，持续提升供应链的质量和效率，完善生态治理，以应对日渐加剧的行业竞争”



## 正反观点梳理

### ➤ 正方:

- 1. 公司业务经营和拓展能力依旧不变，核心看经营（主站、Temu和买菜）；
- 2. 历史上存在管理预期的行为，这次也是只是过火；
- 3. 不分红，不回购，有自身发展的原因，
- 4. 与阿里京东相比，业绩增长高下立判，但是估值已经在同一水平

### ➤ 反方:

- 1. 不透明的信披
- 2. 对待投资者的傲慢态度（矛盾的发言和不分红派息）
- 3. 刻意打压股价的管理层言论，与投资者利益不一致
- 4. Temu海外依旧面临监管风险
- 5. 跨境卖家冲击PDD大楼以及国内“反内卷”浪潮带来国内政策性风险

## 难以解释的矛盾，为什么是说是预期管理

- 管理层在准备的发言中表示“消费者体验和我们的服务持续改善，新商户和产品的数量显著增长”；管理层还指出“新商户和新产品供应在其平台上实现了有意义的增长”。尤其是在618期间，参与人民币100亿元计划的商户数量同比增长超过90%，等等。
- 矛盾的信息：如果平台能够吸引越来越多的新商户，且产品数量显著增长，并且所有的增长都带来了“稳健”的2024年第二季度业绩，那么为什么公司会突然指出竞争进一步加剧，消费者需求发生了变化？
- 几乎所有互联网公司都在评论宏观经济疲软及其对消费者消费情绪的影响，PDD却对宏观经济和消费提供了更乐观的信息。在财报电话会议中，管理层评论称，他们的2024年第二季度业绩受益于宏观环境的改善。
- 观点转向是否仅仅是最近才出现的。潜在的原因可能是意识到之前“挤压”商家利润的做法，当阿里、京东通过提供“相似低价但更高质量的产品”时，这种做法可能不再奏效
- 猜想：的确是预期管理，但是目的不是为了股价增长而是打压？

## 主站与买菜

- 主站：增加商家返利和专注于商品交易总额的增长将推动抽成率的显著变化，抽成率目前市场普遍2024年下半年到2025-2026年同比下降，部分被更高的GMV增长所抵消。在线营销收入回到teens-level增长，考虑到持续投资以支持商家入驻和产品上架过程，未来12个月计划投资人民币100亿元（大约是减少/缓解软件服务费用）。拼多多第二季度在线营销收入增长29%，尽管市场对2024年下半年的预测（增长15-16%）仍然意味着拼多多将显著超越阿里巴巴的与快手的增长。
- 根据《晚点LatePost》，多多买菜此前重点是减少亏损和提升经营效率，目前已实现全国盈利。今年6月以来，多多买菜也将业务重点从追求利润重新转向增长。
- 减亏一度让多多买菜在2024年一二季度的日均件单量下滑超过20%，但其利润表现也大幅改善。到今年6月，在大多数仍与美团优选激烈竞争的市场，多多买菜净利润约5%，在北京等美团优选已退出的城市，多多买菜可以做到10%-15%的净利润。多多买菜自6月起开始主动降价、发放补贴，其单量已迅速回升至2023年底减亏前水平，即日均件单量4000万-4500万单。
- 多多方面对此回复：文中关于拼多多和多多买菜的所有数据严重不实，含 GMV 增速、补贴率、日均单量、净利润率、人数等。

# Temu的更新

- Temu的运营受到许多非商业因素的负面影响，面临越来越多的不确定性。竞争也变得更加激烈，因此未来持续的高收入增长不可持续，盈利能力下降是不可避免的。
- 半托管模式在美国、欧洲以及最近的日本和韩国增长非常迅速。然而大多数商家并未完全投入到半托管模式中，因为他们需要提前在海外仓库准备产品，并且由于Temu可能决定降低售价而损害商家的利润，存在不确定性。
- 然而，Temu继续提高商家的准入门槛，并实施严格的惩罚和罚款政策，如果商家违反这些政策。Temu正在清理低质量商家，这应该会支持在2025年进入一个更健康的运营环境。
- Temu美国可能已经达到了高用户渗透率和流量瓶颈，因此营销活动的边际回报开始减缓，因此Temu正在缩减在美国的支出，并将广告预算分配到其他国家
- 商家管理：PDD召开了几次商家会议，告知商家们不要在价格上过度竞争，因为PDD/Temu已经在所有平台上提供了最低的价格，以清理低质量商家。



## 正反观点梳理

### ➤ 正方:

- 1. 公司业务经营和拓展能力依旧不变，核心看经营（主站、Temu和买菜）；
- 2. 历史上存在管理预期的行为，这次也是只是过火；
- 3. 不分红，不回购，有自身发展的原因，
- 4. 与阿里京东相比，业绩增长高下立判，但是估值已经在同一水平

### ➤ 反方:

- 1. 不透明的信披
- 2. 对待投资者的傲慢态度（矛盾的发言和不分红派息）
- 3. 刻意打压股价的管理层言论，与投资者利益不一致
- 4. Temu海外依旧面临监管风险
- 5. 跨境卖家冲击PDD大楼以及国内“反内卷”浪潮带来国内政策性风险



# 正反方的共识与分歧

## ➤ 共识：

- 乐观和悲观投资者都对拼多多的不明确指引和投资策略感到困惑，并对电商行业日益激烈的竞争表示担忧（乐观投资者的担忧程度相对较轻）。
- 相较于拼多多，悲观与乐观的投资者双方都更看好阿里巴巴和京东（尽管程度较轻），原因在于这两家公司对股东的态度更为友好，以及南向资金支持。

## ➤ 分歧：

- 关于拼多多增费和增加投资的指引，悲观投资者更倾向于认真对待，担心潜在的变化可能会打破稳定的行业竞争格局，导致长期可见度降低；而乐观的投资者则持怀疑态度，质疑拼多多的执行力是否真的会如此激进，并关注公司为何给出保守的指引。
- 另一方面，悲观投资者还担心多头投资者可能潜在的抛售行为



# 2024Q3季度互联网行业整体业绩展望

- 互联网公司业绩高度分化
- 短期形象改变，多头观点出现显著分歧
- 拼多多估值已经预计PE已经低过京东阿里百度。

公司名	市值	收入 (十亿)		收入同比%		经调整净利润		经调整净利润同		PE (TTM)	PE Fwd
	(十亿)	Q2-2024	24Q3E	24Q2A	24Q3E	Q2-2024	24Q3E	24Q2A	24Q3E		
腾讯控股	3,182	161,117	169	8.0%	9.0%	57,313	54	52.6%	20.8%	13.7	14.2
网易股份	361	25,486	28	6.1%	1.3%	7,819	8	-13.3%	-3.8%	8.7	10.6
阿里巴巴	1,393	243,236	239	3.9%	6.3%	40,265	37	-10.0%	-8.4%	7.0	8.7
京东集团	306	291,397	260	1.2%	5.0%	14,460	11	68.1%	6.2%	6.0	7.1
百度集团	203	33,931	34	-0.4%	0.0%	7,396	7	-7.5%	-7.9%	5.4	7.7
美团	661	82,251	92	21.0%	20.0%	13,606	12	77.6%	104.3%	17.0	14.5
小米集团	418	88,888	88	32.0%	24.1%	6,175	5	20.1%	-15.7%	14.6	20.0
哔哩哔哩	46	6,127	7	15.5%	22.7%	-440	0	-54.3%	转盈亏	-14.1	32.7
快手科技	158	30,975	31	11.6%	10.9%	4,679	4	73.7%	25.4%	8.2	8.0
拼多多	915	97,060	103	85.7%	50.2%	34,432	30	125.5%	78.8%	7.4	7.0
同程旅行	32	4,245	5	48.1%	47.0%	657	1	10.9%	32.4%	11.2	10.9

资料来源: Bloomberg数据



# Q2持股机构变化

拼多多是机构投资者二季度买入最多的中概股。据13F文件，当季共有147家资产管理规模1亿美元以上的投资机构建仓拼多多，环比增加逾五成；增持的多了20%、达到269家。清仓和减持的分别少了30%和16%。

Holder Name	Portfolio Name	Q2/2023	Q3/2023	Q4/2023	Q1/2024	Q2/2024
1. Baillie Gifford & Co	Baillie Gifford & Co	31,167,044	35,668,170	37,960,238	34,780,280	35,128,410
2. Vanguard Group Inc/The		17,464,197	24,101,615	24,163,927	24,261,575	28,245,417
3. BlackRock Inc		25,708,474	25,708,474	25,708,474	25,708,474	25,708,474
4. FMR LLC		13,300,918	17,635,104	18,094,445	14,618,676	19,275,397
5. SC China Holding Ltd	SC China Holding Ltd	1,592,510	1,592,510	1,592,510	1,399,444	16,295,432
6. Sequoia Capital Operations LLC		3,185,022	14,447,097	14,447,097	12,695,617	12,695,617
7. Morgan Stanley		15,431,288	9,072,397	11,853,673	12,521,908	11,976,774
8. Goldman Sachs Group Inc/The		7,576,226	5,297,407	5,471,213	11,018,524	11,209,224
9. GQG Partners LLC	GQG Partners LLC		2,869,409	2,874,179	0	10,807,761
10. State Street Corp		9,863,022	10,383,459	10,400,251	10,485,073	10,800,839
11. Norges Bank	Norges Bank	6,030,110	6,030,110	7,348,592	7,348,592	10,331,273
12. HHLR Advisors Ltd	HHLR Advisors Ltd	8,172,247	7,350,847	10,110,947	11,791,547	8,892,447
13. Arrowstreet Capital LP	Arrowstreet Capital LP	2,587,159	2,636,270	4,851,225	7,232,218	8,359,920
14. JPMorgan Chase & Co	JPMorgan Chase & Co	4,791,009	5,334,449	5,891,380	5,088,382	8,279,801
15. T Rowe Price Group Inc		3,517,783	4,016,680	4,917,070	4,704,264	6,799,131
16. Assenagon Asset Management SA	Assenagon Asset Management SA	5,420,578	601,700	32,086	5,087,255	5,913,780
17. Invesco Ltd		7,095,741	7,472,688	4,785,248	5,152,041	5,546,292
18. FIL Ltd		3,212,246	5,585,588	4,113,898	3,134,987	5,380,155
19. Tairen Capital Ltd	Tairen Capital Ltd	2,553,749	785,288	2,263,437	3,590,300	5,378,376
20. Legal & General Group PLC	Legal & General Group PLC	3,841,254	3,670,768	4,771,323	4,720,295	5,332,414
21. Greenwoods Asset Management Hong Kong Ltd	Greenwoods Asset Management Hong Kong Ltd	4,701,666	5,158,616	4,735,369	3,634,667	5,206,948
22. E Fund Management Co Ltd	E Fund Management Co Ltd	4,567,173	4,654,443	4,581,940	4,561,279	4,619,649
23. BNP Paribas SA		2,310,965	2,956,454	2,879,179	3,457,088	4,571,382
24. Geode Capital Management LLC	Geode Capital Management LLC	2,993,799	3,581,249	3,837,848	4,029,056	4,173,257
25. HSBC Holdings PLC		4,518,076	1,918,987	2,883,200	3,698,268	3,955,847
26. Bank of America Corp	Bank of America Corp	2,092,365	2,414,295	1,167,188	4,079,970	3,679,127
27. Acadian Asset Management LLC	Acadian Asset Management LLC	664,936	701,229	1,958,800	1,766,644	3,670,799
28. SRS Investment Management LLC	SRS Investment Management LLC	2,446,402	4,290,513	4,290,513	3,647,247	3,647,247
29. Krane Funds Advisors LLC	Krane Funds Advisors LLC	5,127,133	5,837,572	3,199,674	3,294,619	3,496,056
30. Government Pension Investment Fund Japan	Multiple Portfolios	3,265,392	3,265,392	3,265,392	3,381,505	3,381,505
31. IDG China Venture Capital Fund IV Associates LP	IDG China Venture Capital Fund IV Associates LP	8,183,514	7,705,545	4,688,400	3,756,867	3,237,044
32. UBS AG		12,624,892	14,516,870	14,172,394	13,531,987	2,909,972
33. First Beijing Investment Ltd	First Beijing Investment Ltd	2,074,300	2,221,947	1,819,393	1,826,196	2,784,180
34. Schroders PLC		1,069,352	1,049,023	3,895,539	2,843,840	2,685,073
35. Robeco Institutional Asset Management BV/Netherla...	Robeco Institutional Asset Management BV/Netherl	3,316,972	3,351,915	2,507,536	2,470,832	2,642,373
36. Dragoner Investment Group LLC	Dragoner Investment Group LLC	2,597,734	3,035,418	2,097,452	1,080,492	2,620,838

资料来源: Bloomberg数据

# 嘉賓分享環節



# 免责声明

此报告只提供给阁下作参考用途，并非作为或被视为出售或购买或认购证券的邀请或向任何特定人士作出邀请。此报告内所提到的证券可能在某些地区不能出售。此报告所载的资料由安信国际证券(香港)有限公司(安信国际)编写。此报告所载资料的来源皆被安信国际认为可靠。此报告所载的见解，分析，预测，推断和期望都是以这些可靠数据为基础，只是代表观点的表达。安信国际，其母公司和/或附属公司或任何个人不能担保其准确性或完整性。此报告所载的资料、意见及推测反映安信国际于最初发此报告日期当日的判断，可随时更改而毋须另行通知。安信国际，其母公司或任何其附属公司不会对因使用此报告内之材料而引致任何人士的直接或间接或相关之损失负上任何责任。

此报告内所提到的任何投资都可能涉及相当大的风险，若干投资可能不易变卖，而且也可能不适合所有的投资者。此报告中所提到的投资价值或从中获得的收入可能会受汇率影响而波动。过去的表现不能代表未来的业绩。此报告没有把任何投资者的投资目标，财务状况或特殊需求考虑进去。投资者不应仅依靠此报告，而应按照自己的判断作出投资决定。投资者依据此报告的建议而作出任何投资行动前，应咨询专业意见。

安信国际及其高级职员、董事、员工，可能不时地，在相关的法律、规则或规定的许可下(1)持有或买卖此报告中所提到的公司的证券，(2)进行与此报告内容相异的仓位买卖，(3)与此报告所提到的任何公司存在顾问，投资银行，或其他金融服务业务关系，(4)又或可能已经向此报告所提到的公司提供了大量的建议或投资服务。投资银行或资产管理可能作出与此报告相反投资决定或持有与此报告不同或相反意见。此报告的意见亦可能与销售人员、交易员或其他集团成员专业人员的意见不同或相反。安信国际，其母公司和/或附属公司的一位或多位董事，高级职员和/或员工可能是此报告提到的证券发行人的董事或高级人员。(5)可能涉及此报告所提到的公司的证券进行自营或庄家活动。

此报告对于收件人来说是完全机密的文件。此报告的全部或任何部分均严禁以任何方式再分发予任何人士，尤其(但不限于)此报告及其任何副本均不可被带往或传送到日本、加拿大或美国，或直接或间接分发至美国或任何美国人士(根据1933年美国证券法S规则的解释)，安信国际也没有任何意图派发此报告给那些居住在法律或政策不允许派发或发布此报告的地方的人。

收件人应注意安信国际可能会与本报告所提及的股票发行人进行业务往来或不时自行及/或代表其客户持有该等股票的权益。因此，投资者应注意安信国际可能存在影响本报告客观性的利益冲突，而安信国际将不会因此而负上任何责任。

此报告受到版权和资料全面保护。除非获得安信国际的授权，任何人不得以任何目的复制，派发或出版此报告。安信国际保留一切权利。

## 规范性披露

- 本研究报告的分析员或其有联系者(参照证监会持牌人守则中的定义)并未担任此报告提到的上市公司的董事或高级职员。
- 本研究报告的分析员或其有联系者(参照证监会持牌人守则中的定义)并未拥有此报告提到的上市公司有关的任何财务权益。
- 安信国际拥有此报告提到的上市公司的财务权益少于1%或完全不拥有该上市公司的财务权益。

## 公司评级体系

收益评级:

- 买入—预期未来6个月的投资收益率为15%以上;
- 增持—预期未来6个月的投资收益率为5%至15%;
- 中性—预期未来6个月的投资收益率为-5%至5%;
- 减持—预期未来6个月的投资收益率为-5%至-15%;
- 卖出—预期未来6个月的投资收益率为-15%以下。

## 安信国际证券(香港)有限公司

地址: 香港中环交易广场第一座三十九楼电话: +852-22131000 传真: +852-22131010

客户服务热线 香港: 22131888 国内: 4008695517