

买入

2024年11月22日

聚焦高质量发展，关税风险可能加速兑现

- 国内电商聚焦高质量发展：**2024年前三季度社会消费品零售总额同比增长3.2%，其中实物商品网上零售额同比增长7.9%。9月伴随以旧换新补贴政策落地，家电零售额同比增长20.5%，10月以来社会零售数据增速回暖，预计四季度整体市场GMV将环比复苏。在更加理性的消费环境下，平台之间的竞争聚焦价格力、用户体验和增长质量等多个维度。拼多多继续对商家进行费用减免和扶持，同时四季度可能加大补贴力度来保持价格力，预计中短期货币化率和利润率的趋势将会延续。
- 关税可能对 Temu 造成打击：**我们预计2024年 Temu 全球销售额有望达到480亿美元，全年成本结构将持续优化。考虑到特朗普上台和外部环境的变化，我们认为关税相关的风险存在加速兑现的可能性，对于跨境电商的全托管业务可能带来一定打击。
- Q3 财报不及预期，加大投入换成长：**第三季度收入993.54亿元人民币，YoY+44%，不及市场预期。其中，线上营销服务收入493.51亿元，YoY+24%，连续三个季度降速，符合预期；交易服务收入500.03亿元，YoY+72%，不及预期，主要受拼多多主站降费影响。运营利润292.92亿元，YoY+46%，不及预期；运营利润率24.5%，环比下降9个百分点，同比基本持平，主要反映了拼多多主站进行让利导致毛利率下降，以及 Temu 占收入的比重提升。运营费用353.53亿元，YoY+39%，运营费用率36%，环比增加4个百分点，同比下降1个百分点。其中，营销费用304.84亿元，YoY+40%，费用率31%，公司表示在国补品类上的不足导致家电等补贴力度增加。研发费用30.63亿元，YoY+8%，费用率3%。行政费用18.06亿元，YoY+138%，费用率2%。净利润249.81亿元，YoY+61%，净利率25.1%；Non-GAAP净利润274.59亿元，SBC费用25亿元，占收入的2%。本季度产生运营现金流275亿元，截至第三季度末，公司持有现金、等价物及短期投资3,085亿元，其中现金及等价物为653亿元。
- 目标价 142.40 美元，买入评级：**基于本次财报，我们调整2024-2026年公司收入至4,091/5,223/6,273亿元（原为4,124/5,210/6,344亿元），下调2024-2026年运营利润至1,133/1,134/1,165亿元（原为1,206/1,508/1,863亿元），对应每ADS收益83.0/99.8/124.0元。采用12倍EV/EBITDA，我们下调目标价至142.40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

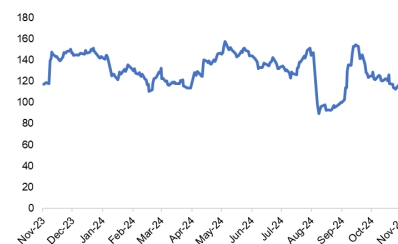
行业	TMT
股价	104.09 美元
目标价	142.40 美元 (+37%)
股票代码	PDD (US)
总股本	13.9 亿股
市值	1,346 亿美元
52 周高/低	164.69 美元/88.01 美元
每股账面值	25.21 美元
主要股东	黄峥 32.05% 腾讯 14.10% Gaorong Capital 4.42%

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	409,108,167	522,304,195	627,302,951
变动	39%	90%	65%	28%	20%
运营利润	30,401,921	58,698,762	113,332,698	134,522,834	168,531,182
每ADS收益 (人民币)	24.9	44.3	83.0	99.8	124.0
变动	303%	78%	87%	20%	24%
基于104.09美元的市盈率(估)	28.0	15.7	8.4	7.0	5.6
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%

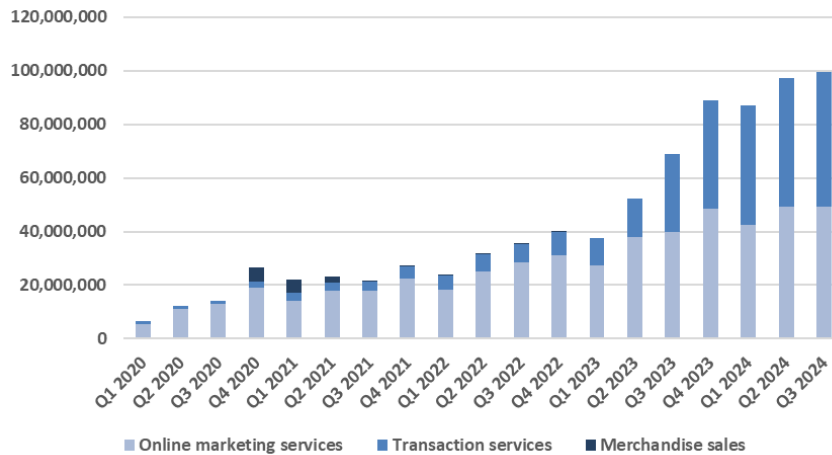
来源：公司资料，第一上海预测

股价表现



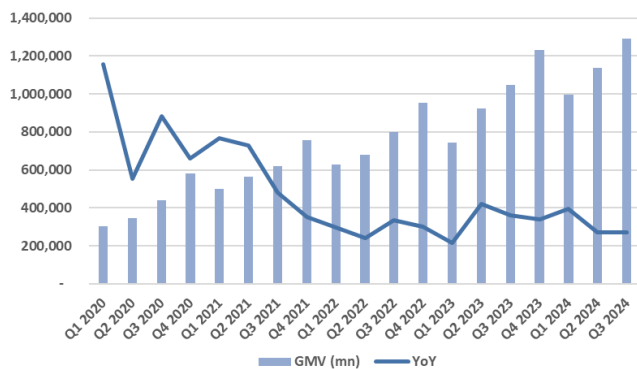
来源：彭博

图表 1: 2020Q1-2024Q3 总营收 (千, 人民币)



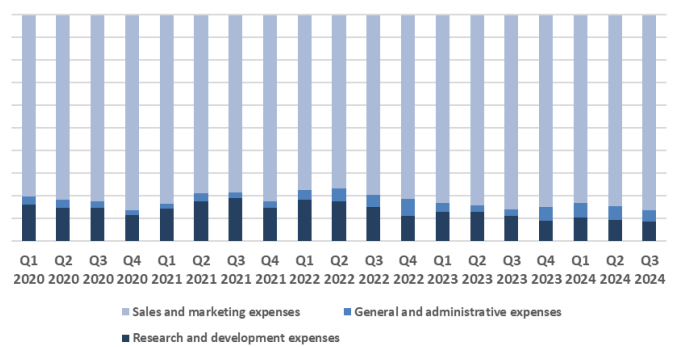
资料来源: 公司资料, 第一上海整理

图表 2: 2020Q1-2024Q3 GMV 及增速 (千, 人民币)



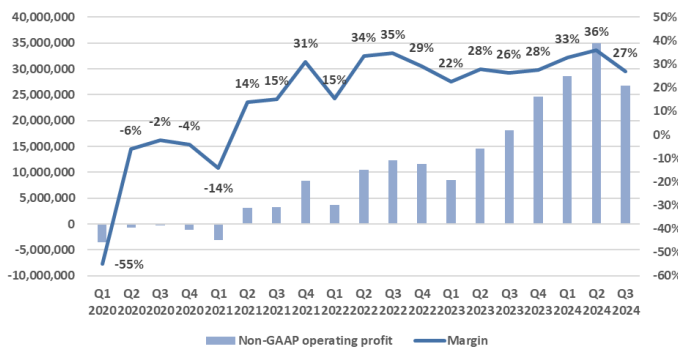
资料来源: 市场数据, 第一上海预测

图表 3: 2020Q1-2024Q3 运营费用占比



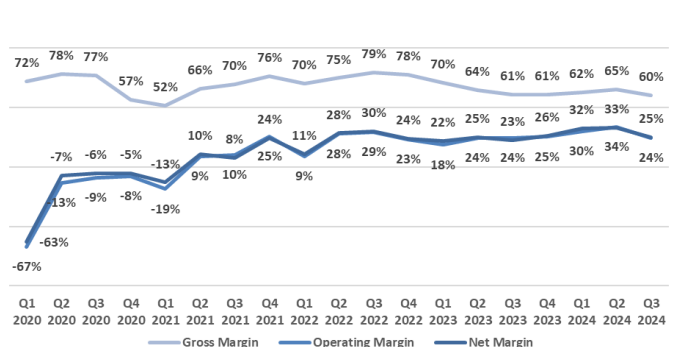
资料来源: 公司资料, 第一上海整理

图表 4: 2020Q1-2024Q3 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: 2020Q1-2024Q3 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>	119,846,845	128,520,199	151,592,162
<i>Duoduo Grocery</i>	1,572,124	3,666,219	5,261,757
<i>Temu</i>	-8,086,271	2,336,416	11,677,264
GAAP operating profit	113,332,698	134,522,834	168,531,182
Adjusted profit: add SBC	124,378,619	148,102,743	184,213,756
<i>EV/EBITDA</i>			12.0
Enterprise value (mn, CNY)			2,022,374
Market capitalization (mn, CNY)			2,078,531
<i>Discount rate per annum</i>			20%
Market capitalization (mn, CNY)			1,443,425
Market capitalization (mn, USD)			200,476
Target price			142.40

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	193,606,561	226,950,650	263,361,343						
Transaction services	27,626,494	94,098,652	215,501,607	295,353,544	363,941,608						
Revenues	130,557,589	247,639,205	409,108,167	522,304,195	627,302,951						
Costs of revenues	31,462,298	91,723,577	157,575,005	204,253,879	238,349,777						
Gross profit	99,095,291	155,915,628	251,533,163	318,050,316	388,953,175						
Sales and marketing expenses	-54,343,719	-82,188,870	-117,180,303	-156,691,258	-188,190,885						
General and administrative expenses	-3,964,935	-4,075,622	-8,105,502	-10,348,212	-12,428,511						
Research and development expenses	-10,384,716	-10,952,374	-12,914,659	-16,488,012	-19,802,596						
Total operating expenses	-68,693,370	-97,216,866	-138,200,464	-183,527,482	-220,421,993						
Operating profit/loss	30,401,921	58,698,762	113,332,698	134,522,834	168,531,182						
Interest and investment income, net	3,997,100	10,238,080	21,636,526	27,623,131	33,176,206						
Interest expenses	-51,655	-43,987	-8,966	-11,447	-13,748						
Foreign exchange gain	-149,710	35,721	-518,361	-661,787	-794,826						
Other income, net	2,221,358	2,952,579	2,991,915	3,819,747	4,587,631						
Change in the fair value of the warrant liability	-	-	-	-	-						
Loss before income tax and share of results of	36,419,014	71,881,155	137,433,813	165,292,479	205,486,445						
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	-20,615,072	-24,793,872	-30,822,967						
Net profit/loss	31,538,062	60,026,544	116,814,034	140,493,900	174,658,772						
资产负债表	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	266,671,280	436,654,655	639,931,366						
Receivables from online payment platforms	587,696	3,914,117	4,091,082	4,700,738	5,645,727						
Short-term investments	115,112,554	157,415,365	162,415,365	167,415,365	172,415,365						
Amounts due from related parties	6,318,830	7,428,070	7,456,716	7,625,735	8,769,595						
Prepayments and other current assets	2,298,379	4,213,015	4,634,317	5,097,748	5,097,523						
Total current assets	216,617,876	294,750,472	445,268,759	621,494,241	832,369,575						
Property, equipment and software, net	1,044,847	979,597	-710,047	-1,692,049	-2,869,070						
Intangible asset	134,002	21,148	27,492	35,740	46,462						
Right-of-use assets	1,416,081	4,104,889	4,104,889	4,104,889	4,104,889						
Other non-current assets	17,907,147	48,222,014	48,222,014	48,222,014	48,222,014						
Total non-current assets	20,502,077	53,327,648	51,644,348	50,670,594	49,504,295						
Total Assets	237,119,953	348,078,120	496,913,107	672,164,835	881,873,870						
Amounts due to related parties	1,676,391	1,238,776	1,238,776	1,238,776	1,238,776						
Customer advances and deferred revenues	1,389,655	2,144,610	2,144,610	2,144,610	2,144,610						
Payable to merchants	63,316,695	74,997,252	86,995,018	99,721,146	114,679,318						
Accrued expenses and other liabilities	20,960,723	55,351,399	70,986,113	89,189,713	105,517,507						
Merchant deposits	15,058,229	16,878,746	21,267,220	25,095,320	28,859,617						
Short-term borrowings	13,885,751	648,570	648,570	648,570	648,570						
Lease liabilities	602,036	1,641,548	1,641,548	1,641,548	1,641,548						
Total current liabilities	116,889,480	152,900,901	184,921,854	219,679,683	254,729,946						
Convertible bonds	1,575,755	5,231,523	5,231,523	5,231,523	5,231,523						
Lease liabilities	870,782	2,644,260	2,644,260	2,644,260	2,644,260						
Other non-current liabilities	13,025	59,829	59,829	59,829	59,829						
Total non-current liabilities	2,459,562	7,935,612	7,935,612	7,935,612	7,935,612						
Total liabilities	119,349,042	160,836,513	192,857,466	227,615,295	262,665,558						
Ordinary shares	170	177	177	177	177						
Additional paid-in capital	99,250,468	107,293,091	107,293,091	107,293,091	107,293,091						
Accumulated other comprehensive income	3,327,238	4,829,742	121,643,776	262,137,675	436,796,447						
Accumulated deficits	15,193,035	75,118,597	75,118,597	75,118,597	75,118,597						
Total shareholders' equity	117,770,911	187,241,607	304,055,641	444,549,540	619,208,312						
Total liabilities and shareholders' equity	237,119,953	348,078,120	496,913,107	672,164,835	881,873,870						
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	
Net profit/loss	31,538,062	60,026,544	116,814,034	140,493,900	174,658,772						
Interest expense	51,655	-	-	-	-						
Lease expense to reduce right-of-use assets	510,915	-	-	-	-						
Receivables from online payment platforms	86,041	-	-176,965	-609,656	-944,989						
Amounts due from related parties	-2,068,675	-	-	-169,019	-1,143,860						
Prepayments and other current assets	758,282	-	-421,302	-463,432	-509,775						
Customer advances and deferred revenues	222,891	-	-	-	-						
Amounts due to related parties	-286,616	-	-	-	-						
Payable due to merchants	749,373	-	11,997,766	12,726,128	14,958,172						
Accrued expenses and other liabilities	7,003,998	-	15,634,714	18,203,600	16,327,794						
Merchant deposits	1,480,677	-	4,388,474	3,828,100	3,764,298						
Interest and investment gain, net	-606,447	-	-	-	-						
Share-based compensation	7,718,365	-	-	-	-						
Other non-current assets & liabilities	-1,064,074	-	-	-	-						
Net cash provided by operating activities	48,507,860	94,162,531	148,208,075	174,009,621	207,110,411						
Purchase of short-term investments	-163,996,321	-	-5,006,344	-5,008,248	-5,010,722						
Proceeds from sales of short-term investments	141,928,351	-	-	-	-						
Purchase of long-term investments	-6,795,838	-	-	-	-						
Purchase of property, equipment and software	-635,716	-	1,689,644	982,002	1,177,021						
Proceeds from disposal of property and equipment	40	-	-	-	-						
Loans to related parties	-	-	-	-	-						
Net cash provided by/(used in) investing act	-22,361,670	-55,431,278	-3,316,700	-4,026,246	-3,833,701						
Proceeds from follow-on offering	-	-	-	-	-						
Costs incurred for the follow-on offering & the is	-	-	-	-	-						
Proceeds from issuance of convertible bonds	-	-	-	-	-						
Costs incurred for the issuance of convertible b	-	-	-	-	-						
Repayment of short-term borrowings	-	-	-	-	-						
Proceeds from short-term borrowings	-	-	-	-	-						
Net cash provided by financing activities	10,079	-8,960,626	-	-	-						
Effect of exchange rate changes on cash, cash	100,177	-	-	-	-						
Increase in cash, cash equivalents and restricte	26,256,446	29,479,488	144,891,375	169,983,376	203,276,710						
Cash, cash equivalents and restricted cash ;	92,300,417	121,779,905	266,671,280	436,654,655	639,931,366						

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。