

買入

2021年8月26日

扭虧為盈大超市場預期，百億專項推動農業科技進步

- **2021Q2 盈利大超市場預期：**總收入 230.46 億元，同比增長 89%，低於彭博一致預期的 267 億元。運營利潤 19.97 億元，去年同期虧損 16.40 億元。運營利潤率提升至 8.7%，去年同期為-13.4%。Non-GAAP 運營虧損 31.85 億元，去年同期虧損 72.50 億元。Non-GAAP 歸母淨利潤為 41.25 億元，去年同期為-0.77 億元。每 ADS 盈利 1.69 元，彭博一致預期虧損 1.64 元，去年同期虧損 0.75 元。
- **實現首次 GAAP 季度盈利，下半年利潤或有所波動：**線上行銷服務收入為 180.80 億元，同比增長 63.6%。交易服務費收入為 30.08 億元，同比增長 164.1%。自營收入為 19.58 億元，大幅低於一季度的 51.24 億元，是收入低於彭博一致預期的主要原因。公司發展自營業務其目的在於彌補平臺商家產品覆蓋的不足，進一步補充消費者對特定品類的需求，預計未來占比保持低個位數水準。剔除自營收入的影響，電商平臺業務收入 210.88 億元，同比增長 72.9%。公司實現毛利 151.48 億元，毛利率 65.7%，去年同期為 72.2%，主要受到多多買菜和自營業務的負面影響。此外，公司利潤大幅超預期，主因 1) 銷售費用的投放大幅放緩、2) 經營杠杆效應和 3) 自營收入的減少。銷售費用 103.88 億元，同比增速大幅放緩至 14%，費用率 45.1%，同比下降 20.6 個百分點。考慮到二季度為公司銷售投放的淡季，與競爭對手的購物節形成錯峰行銷，預計下半年將加大銷售費用的投放，短期利潤率或有所波動。
- **成立“百億農研專項”，推動農業科技進步：**公司宣佈設立“百億農研專項”，由陳磊親自擔任項目一號位，致力於推動農業科技的進步。公司預計將未來的季度利潤優先投入於該項目。現階段社區團購的戰局已經從流量的爭奪逐步演變為在倉配、供應鏈、履約、損耗等環節的精細化運營的比拼。考慮到社區團購的規模效應低於電商，各地區 UE 模型差異較大，如公司持續加大投資力度，將對利潤率產生負面影響。此外，在監管的壓力下，社區團購行業或將短期放慢擴張和補貼力度。
- **目標價 176.25 美元，買入評級：**我們認為公司的長期增長邏輯清晰，二季度的業績也充分證明了公司具備較強的盈利能力。短期來看，考慮到 1) 競爭格局加劇，銷售費用的投放有望在下半年持續加大，2) 多多買菜持續投入，3) “百億農研專項”的投資，下半年利潤端將持續承壓。我們預計未來三年收入將達到 1,085.03/1,571.24/2,083.15 億人民幣，EPS 為-6.0/-2.8/1.7 元人民幣。我們採用 DCF 估值法，目標價 176.25 美元，較現價有 77.82% 的增長空間，維持買入評級。
- **風險** 1) 宏觀經濟的不確定性；2) 電商行業增長不及預期；3) 反壟斷法。

黃博涵

852-25321539

Bohan.huang@firstshanghai.com.hk

Chuck Li

852-25321539

Chuck.li@firstshanghai.com.hk

主要資料

行業	TMT
股價	99.12 美元
目標價	176.25 美元 (+77.82%)
股票代碼	PDD(US)
總股本	12.53 億股
市值	1,242.26 億美元
52 周高/低	212.60 美元/69.89 美元
每股帳面值	7.59 美元
主要股東	黃崢 28.10% 騰訊 15.60% Pindoduo Patnership 7.40%

盈利摘要

截至12月31日止財政年度	19年历史	20年历史	21年预测	22年预测	23年预测
总营业收入 (人民币百万元)	30,141,886	59,491,865	108,502,754	157,124,065	208,315,185
变动	129.74%	97.37%	82.38%	44.81%	32.58%
运营利润	-8,538,211	-9,380,325	-6,861,354	-822,808	10,053,983
每股收益	-6.0	-6.0	-2.8	1.7	11.8
变动	56.48%	0.00%	54.20%	160.21%	605.44%
基于99.12美元的市盈率(估)	N/A	N/A	N/A	59.5	8.4
每股派息 (美元)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
股息现价比	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%

來源：公司資料，第一上海預測

股價表現



來源：彭博

2021Q2 盈利大超預期

總收入 230.46 億元，同比增長 89%，低於彭博一致預期的 267 億元。運營利潤 19.97 億元，去年同期虧損 16.40 億元。運營利潤率提升至 8.7%，去年同期為-13.4%。Non-GAAP 運營虧損 31.85 億元，去年同期虧損 72.50 億元。Non-GAAP 歸母淨利潤為 41.25 億元，去年同期為-0.77 億元。每 ADS 盈利 1.69 元，彭博一致預期虧損 1.64 元，去年同期虧損 0.75 元。

實現首次 GAAP 季度盈利，下半年利潤或有所波動

本季度，線上行銷服務收入為 180.80 億元，同比增長 63.6%。交易服務費收入為 30.08 億元，同比增長 164.1%。

剔除 1P 收入的影響，電商平臺業務收入同比增長 72.9%

自營收入為 19.58 億元，大幅低於上個季度的 51.24 億元，是收入低於彭博一致預期的主要原因。公司發展自營業務其目的在於彌補平臺商家產品覆蓋的不足，進一步補充消費者對特定品類的需求，預計未來占比保持低個位數水準。

剔除自營收入的影響，電商平臺業務收入 210.88 億元，同比增長 72.9%。

利潤端，公司實現毛利 151.48 億元，毛利率 65.7%，去年同期為 72.2%，主要由於多多買菜和自營業務的負面影響。

毛利率 65.7%，去年同期為 72.2%

本季度，公司利潤大幅超出市場預期，主要由於 1) 銷售費用的投放大幅放緩、2) 經營杠杆效應和 3) 自營收入的減少。

銷售費用 103.88 億元，同比增速大幅放緩至 14%，費用率 45.1%，同比下降 20.6 個百分點。主要由於二季度為公司銷售投放的淡季，與競爭對手的購物節形成錯峰行銷，預計下半年公司將加大銷售費用的投放，短期利潤率或有所波動。

管理費用 4.34 億元，同比增長 10%，費用率 1.9%，同比下滑 1.3 個百分點。研發費用 23.29 億元，同比增長 40%，費用率 10.1%，同比下降 3.5 個百分點。

年度活躍買家數達 8.50 億，環比淨增 2610 萬

用戶方面，年度活躍買家數達 8.50 億，環比淨增 2610 萬。MAU 為 7.39 億，環比淨增 1390 萬。

成立百億農研專項，推動農業科技進步

公司宣佈設立“百億農研專項”，由陳磊親自擔任項目一號位，致力於推動農業科技的進步。公司預計將未來的季度利潤優先投入於該項目，因此將影響短期的盈利水準。

現階段社區團購的戰局已經從流量的爭奪逐步演變為在倉配、供應鏈、履約、損耗等環節的精細化運營的比拼。

考慮到社區團購的規模效應顯著低於電商，各地區 UE 模型差異較大，如公司持續加大投資力度，將對利潤率產生負面影響。此外，在監管的壓力下，社區團購行業或將短期放慢擴張和補貼力度。

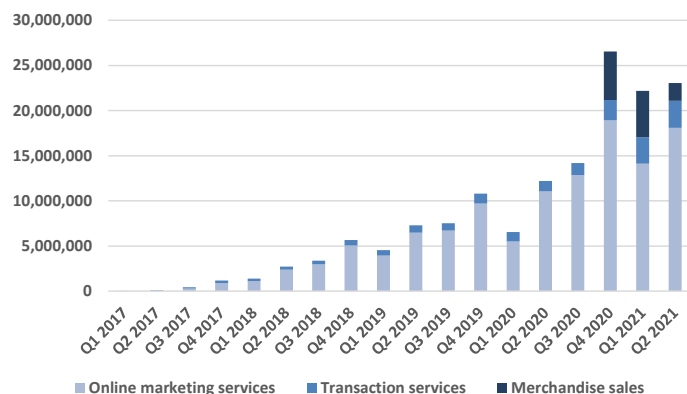
目標價 176.25 美元，買入評級

我們認為公司的長期增長邏輯清晰，二季度的業績也充分證明了公司具備較強的盈利能力。短期來看，考慮到 1) 銷售費用的投放有望在下半年持續加大，2) 多多買菜的投入，3) “百億農研專項”的投資，下半年利潤端將持續承壓。

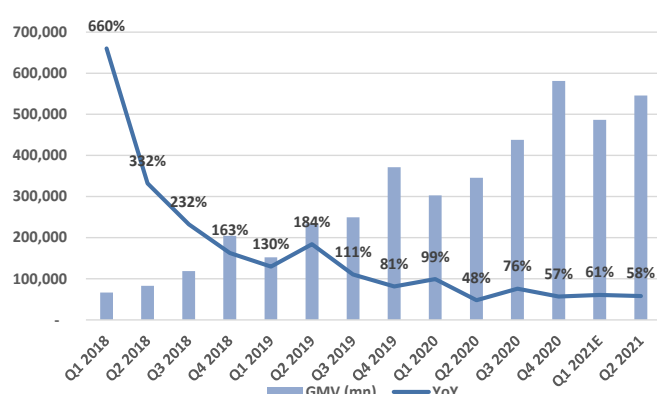
我們預計未來三年收入將達到 1,085.03/1,571.24/2,083.15 億人民幣，EPS 為-6.0/-2.8/1.7 元人民幣。我們採用 DCF 估值法，目標價 176.25 美元，較現價有

77.82%的增長空間，維持買入評級。

圖表 1: 2017Q1-2021Q2 總營收 (千, 人民幣)



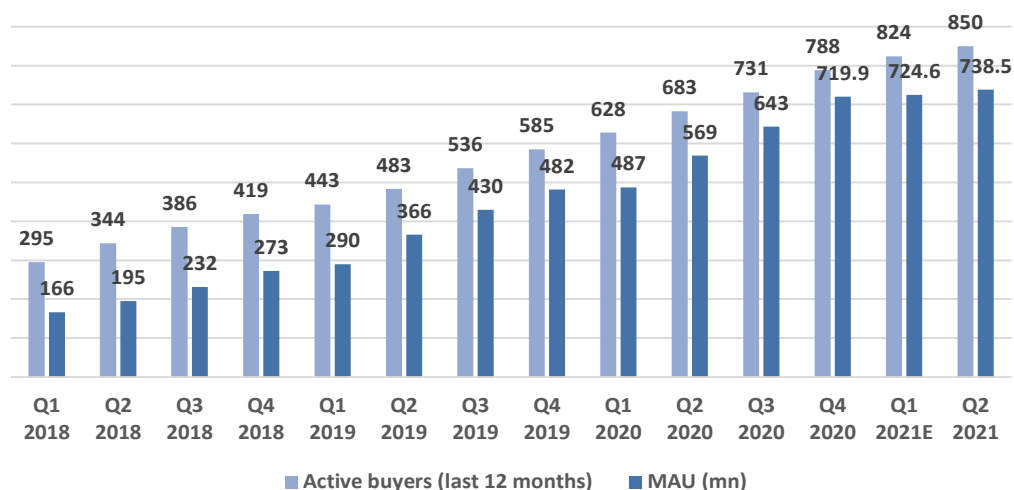
圖表 2: 2018Q1-2021Q2 EGMV 及增速 (千, 人民幣)



資料來源: 公司資料, 第一上海整理

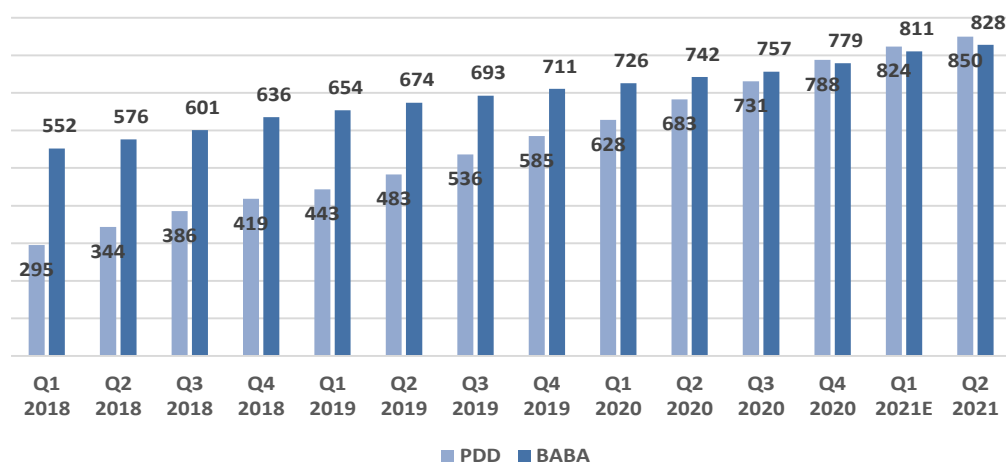
資料來源: 公司資料, 第一上海整理

圖表 3: 2018Q1-2021Q2 年度活躍買家和移動月活用戶 (百萬)



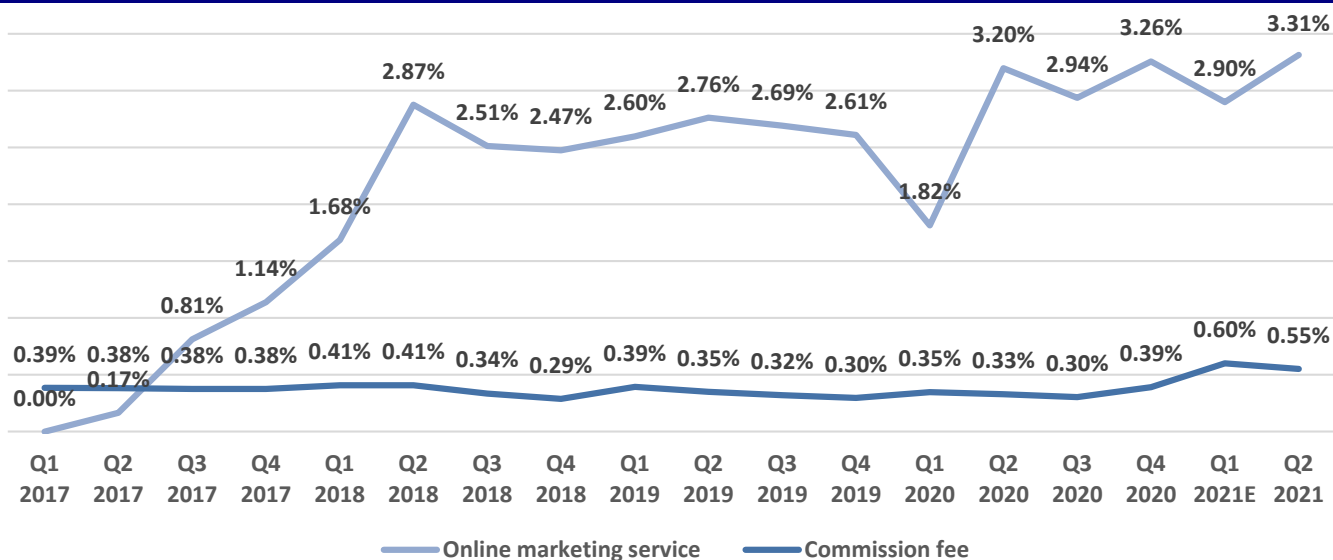
資料來源: 公司資料, 第一上海整理

圖表 4: 2018Q1-2021Q2 年度活躍買家對比 (百萬)



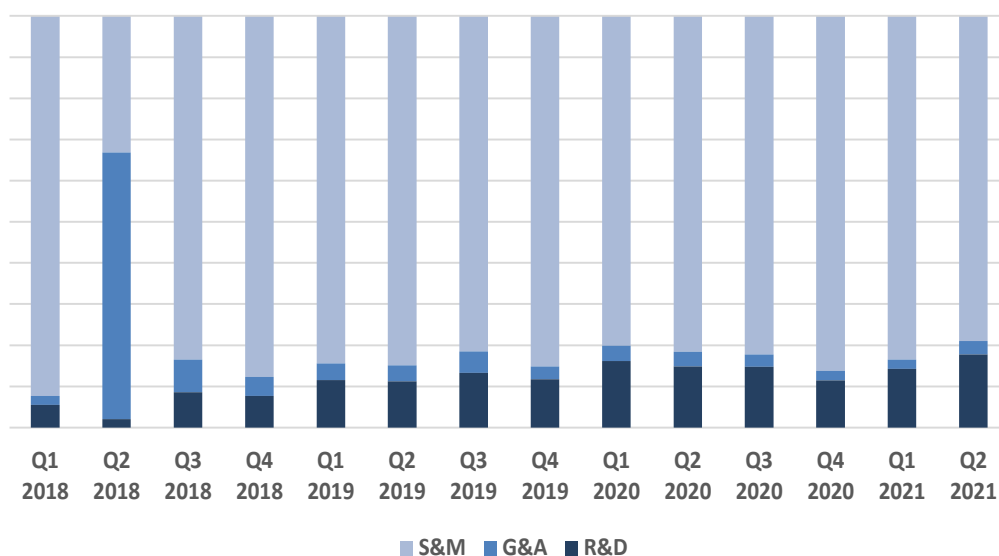
資料來源: 公司資料, 第一上海整理

圖表 5：2017Q1-2021Q2E 平臺貨幣化率及預測



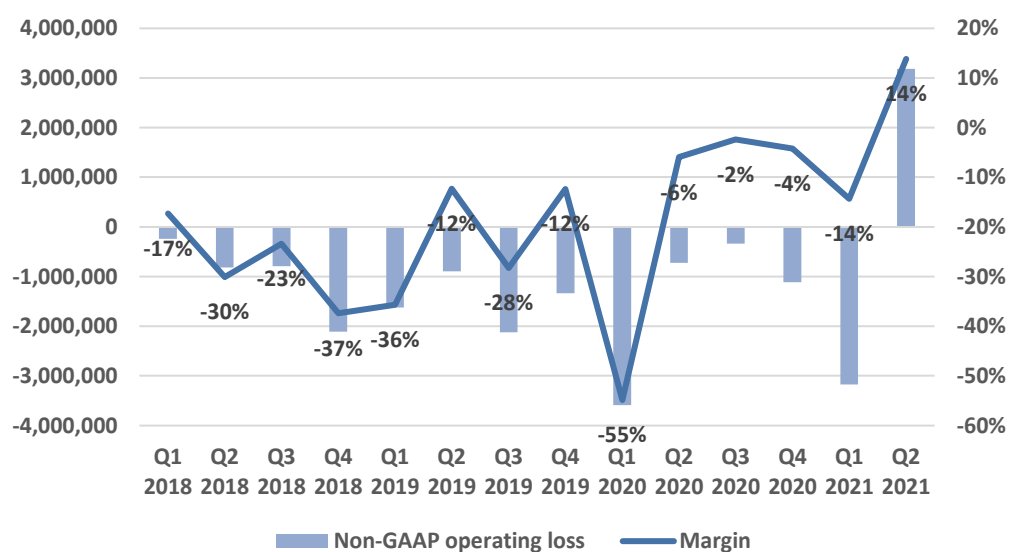
資料來源：公司資料，第一上海整理

圖表 6：2018Q1-2021Q2 運營費用占比



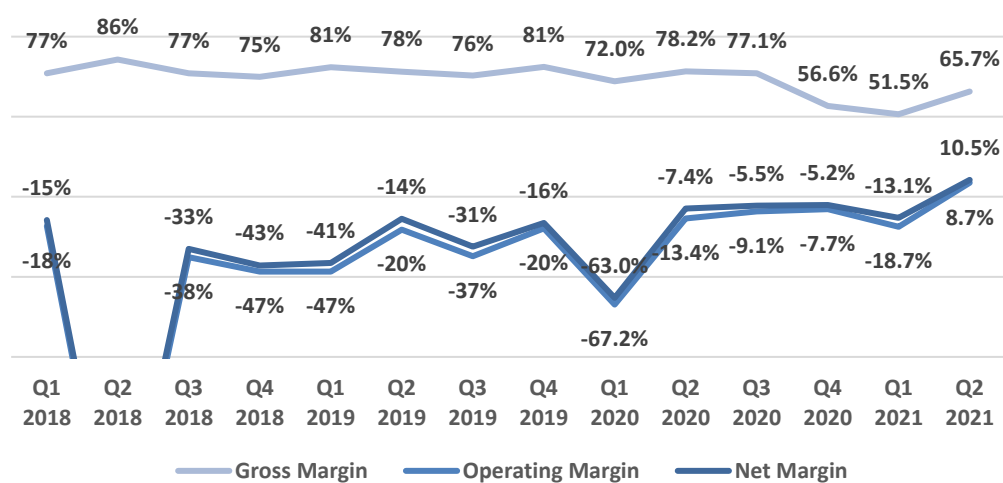
資料來源：公司資料，第一上海整理

圖表 7：2018Q1-2021Q2 運營利潤及利潤率（千，人民幣）



資料來源：公司資料，第一上海整理

圖表 8：2018Q1-2021Q2 利潤率



資料來源：公司資料，第一上海整理

圖表 9: DCF 估值 (千, 人民幣)

In Thousands of CNY except Per Share	FY 2020	FY 2021	FY 2022	FY 2023	FY 2024	FY 2025	FY 2026	FY 2027	FY 2028	FY 2029	FY 2030
Revenue	59,491,865	108,502,754	157,124,065	208,315,185	267,840,597	327,844,872	391,108,804	459,479,563	514,975,059	570,583,162	625,116,624
YoY	97.4%	82.4%	44.8%	32.6%	28.6%	22.4%	19.3%	17.5%	12.1%	10.8%	9.6%
Gross Profit	40,213,224	64,016,625	94,745,811	128,322,154	168,471,735	212,771,322	261,651,790	316,581,419	365,117,317	415,955,125	468,212,351
Gross Margin	67.6%	59.0%	60.3%	61.6%	62.9%	64.9%	66.9%	68.9%	70.9%	72.9%	74.9%
EBIT	-9,380,325	-6,861,354	-822,808	10,053,983	22,160,681	40,714,914	64,802,650	95,199,374	122,919,176	154,165,620	188,591,167
EBIT Margin	-15.8%	-6.3%	-0.5%	4.8%	8.3%	12.4%	16.6%	20.7%	23.9%	27.0%	30.2%
EBIT Non-GAAP	-5,767,282	-568,194	7,819,015	20,886,372	35,284,871	55,795,778	81,620,329	113,578,557	141,973,253	173,565,448	207,969,782
EBIT Margin Non-GAAP	-9.7%	-0.5%	5.0%	10.0%	13.2%	17.0%	20.9%	24.7%	27.6%	30.4%	33.3%
Add D&A	-634,389	-653,420	-673,023	-693,214	-714,010	-735,430	-757,493	-780,218	-803,625	-827,733	-852,565
Less Capex	-42,443	-65,787	-82,234	-102,793	-128,491	-160,613	-200,767	-250,958	-288,602	-331,892	-381,676
FCF	-5,175,337	19,439	8,409,804	21,476,794	35,870,390	56,370,595	82,177,055	114,107,816	142,488,276	174,061,289	208,440,671
YoY	-100.4%	43162.3%	155.4%	67.0%	57.2%	45.8%	38.9%	24.9%	22.2%	19.8%	
Total FCF	-5,175,337	19,439	8,409,804	21,476,794	35,870,390	56,370,595	82,177,055	114,107,816	142,488,276	174,061,289	2,858,542,112
DCF	2022										
WACC	12.2%										
Long term growth	4.0%										
Terminal multiple	12.22										
Terminal Value	2,650,101,441										
Enterprise Value (RMB)	1,338,245,113										
Enterprise Value (USD)	212,419,859										
Target Price	176.25										

資料來源: 第一上海預測

主要財務報表

損益表						財務能力分析					
單位: 千元, 財務年度: 12月31日	2019年 实际	2020年 实际	2021年 预测	2022年 预测	2023年 预测		2019年 实际	2020年 实际	2021年 预测	2022年 预测	2023年 预测
Online marketing services	26,813,641	47,953,779	78,492,005	112,672,782	152,271,140	盈利能力					
Transaction services	3,328,245	5,787,415	11,310,354	15,939,835	21,427,793	Gross Profit Non-GAAP	278,469,468	334,960,602	384,171,394	435,354,953	487,590,967
Revenues	30,141,886	59,491,865	108,502,754	157,124,065	208,315,185	Gross Margin Non-GAAP	71.2%	72.9%	74.6%	76.3%	78.0%
Costs of revenues	6,338,778	19,278,641	44,486,129	62,378,254	79,993,031	Operating Income Non-GAAP	81,620,329	113,578,557	141,973,253	173,565,448	207,969,782
Gross profit	23,803,108	40,213,224	64,016,625	94,745,811	128,322,154	Operating Margin Non-GAAP	20.9%	24.7%	27.6%	30.4%	33.3%
Sales and marketing expenses	-27,174,249	-41,194,599	-57,506,460	-76,205,172	-92,700,257	Net Income Non-GAAP	81,638,141	110,724,599	136,331,237	164,609,155	195,195,821
General and administrative	-1,296,712	-1,507,297	-2,972,405	-4,304,373	-5,602,583	Net Margin Non-GAAP	20.9%	24.1%	26.5%	28.8%	31.2%
Research and development e	-3,870,358	-6,891,653	-10,399,114	-15,059,075	-19,965,331	Gross Margin	78.97%	67.59%	59.00%	60.30%	61.60%
Total operating expenses	-32,341,319	-49,593,549	-70,877,978	-95,568,619	-118,268,171	Operating Margin	-28.33%	-15.77%	-6.32%	-0.52%	4.83%
Operating loss	-8,538,211	-9,380,325	-6,861,354	-822,808	10,053,983	Net Margin	-23.12%	-12.07%	-3.04%	1.28%	6.87%
Interest and investment in	1,541,825	2,455,366	4,123,105	4,022,376	7,915,977	Revenue/GMV	2.99%	3.57%	4.37%	4.68%	4.81%
Interest expenses	-145,858	-757,336	-1,410,536	-2,042,613	-2,708,097	Online marketing service	2.66%	2.88%	3.16%	3.36%	3.52%
Foreign exchange gain	63,179	225,197	410,720	594,768	788,544	營運表現					
Other income, net	82,786	193,702	353,279	511,587	678,262	S&M expenses	-90.2%	-69.2%	-53.0%	-48.5%	-44.5%
Change in the fair val	-	-	-	-	-	G&A expenses	-4.3%	-2.5%	-2.7%	-2.7%	-2.7%
Loss before income tax and	-6,996,279	-7,263,396	-3,384,786	2,263,310	16,728,668	R&D expenses	-12.8%	-11.6%	-9.6%	-9.6%	-9.6%
Share of results of equity	28,676	83,654	83,654	83,654	83,654	現金流量表					
Income Tax expenses	-	-	-	-339,496	-2,509,300	Net loss	-6,967,603	-7,179,742	-3,301,132	2,007,467	14,303,022
Net loss	-6,967,603	-7,179,742	-3,301,132	2,007,467	14,303,022	Interest expense	145,858	757,336	-	-	-
资产负债表						Lease expense to reduce ri	73,206	148,945	-	-	-
	2019年 实际	2020年 实际	2021年 预测	2022年 预测	2023年 预测	Receivables from online pa	-803,388	321,426	-572,485	-740,580	-665,485
Cash and cash equivalents	33,345,857	74,843,636	106,940,846	140,339,508	186,454,093	Amounts due from related p	-886,863	-1,636,541	-2,077,465	-2,211,137	-2,473,315
Receivables from online pa	1,050,974	729,548	1,302,033	2,042,613	2,708,097	Prepayments and other curr	12,449	-4,048,536	-515,953	-567,548	-624,303
Short-term investments	35,288,827	64,551,094	69,551,094	74,551,094	79,551,094	Customer advances and defe	414,488	1,817,220	-	-	-
Amounts due from related p	2,365,528	4,240,069	6,317,534	8,528,671	11,001,986	Amounts due to related par	1,024,779	1,882,971	-	-	-
Prepayments and other curr	950,277	5,159,531	5,675,484	6,243,033	6,867,336	Payable due to merchants	12,650,833	23,934,151	31,389,780	26,474,028	28,065,327
Total current assets	73,001,463	149,523,878	189,786,992	231,704,919	286,582,607	Accrued expenses and other	2,648,869	5,849,148	7,264,885	6,813,243	6,450,293
Property, equipment and so	41,273	202,853	263,709	342,822	445,668	Merchant deposits	3,652,639	3,085,407	5,353,462	7,200,235	6,809,205
Intangible asset	1,994,292	1,276,751	1,659,776	2,157,709	2,805,022	Interest and investment ga	-209,580	-469,486	-	-	-
Right-of-use assets	517,188	629,827	629,827	629,827	629,827	Share-based compensation	2,557,706	3,613,043	-	-	-
Other non-current assets	503,120	7,275,305	7,275,305	7,275,305	7,275,305	Other non-current assets &	-62,082	-17,653	-	-	-
Total non-current assets	3,055,873	9,384,736	9,828,617	10,405,663	11,155,822	Net cash provided by ope	14,820,976	28,196,627	37,541,092	38,975,708	51,864,744
Total Assets	76,057,336	158,908,614	199,615,609	242,110,582	297,738,429	Purchase of short-term inv	-52,451,615	-86,438,068	-5,383,025	-5,497,933	-5,647,313
Amounts due to related par	1,502,892	3,385,863	3,385,863	3,385,863	3,385,863	Proceeds from sales of sho	24,797,630	55,083,390	-	-	-
Customer advances and defe	605,970	2,423,190	2,423,190	2,423,190	2,423,190	Purchase of long-term inve	-214,100	-6,722,228	-	-	-
Payable to merchants	29,926,488	53,833,981	85,223,761	111,697,789	139,763,117	Purchase of property, equi	-27,436	-43,046	-60,856	-79,113	-102,846
Accrued expenses and other	4,877,062	11,193,372	18,458,257	25,271,500	31,721,792	Proceeds from disposal of	475	51	-	-	-
Merchant deposits	7,840,912	10,926,319	16,279,781	23,480,016	30,289,220	Loans to related parties	-459,632	-238,000	-	-	-
Short-term borrowings	898,748	1,866,316	1,866,316	1,866,316	1,866,316	Net cash provided by/(us	-28,319,678	-38,357,901	-5,443,881	-5,577,046	-5,750,159
Lease liabilities	115,734	253,036	253,036	253,036	253,036	Proceeds from follow-on of	8,194,597	26,805,438	-	-	-
Total current liabilitie	45,767,806	83,882,077	127,890,205	168,377,710	209,702,535	Costs incurred for the fol	-309,989	-	-	-	-
Convertible bonds	5,206,682	14,432,792	14,432,792	14,432,792	14,432,792	Proceeds from issuance of	7,073,101	13,024,199	-	-	-
Lease liabilities	428,593	414,939	414,939	414,939	414,939	Costs incurred for the iss	-109,220	-	-	-	-
Other non-current liabilit	7,389	2,918	2,918	2,918	2,918	Repayment of short-term bo	-	-922,897	-	-	-
Total non-current liabil	5,642,664	14,850,649	14,850,649	14,850,649	14,850,649	Proceeds from short-term b	897,022	1,828,923	-	-	-
Total liabilities	51,410,470	98,732,726	142,740,854	183,228,359	224,553,184	Net cash provided by fi	15,854,731	51,798,996	-	-	-
Ordinary shares	148	159	159	159	159	Effect of exchange rate ch	450,142	-139,943	-	-	-
Additional paid-in capital	41,493,949	86,698,660	86,698,660	86,698,660	86,698,660	Increase in cash, cash equ	2,806,171	41,497,779	32,097,210	33,398,662	46,114,585
Accumulated other comprehe	1,448,230	-1,047,728	-4,348,860	-2,341,393	11,961,629	Cash, cash equivalents &	33,345,857	74,843,636	106,940,846	140,339,508	186,454,093
Accumulated deficits	-18,295,461	-25,475,203	-25,475,203	-25,475,203	-25,475,203						
Total shareholders' equ	24,646,866	60,175,888	56,874,756	58,882,223	73,185,245						
Total liabilities and sh	76,057,336	158,908,614	199,615,609	242,110,582	297,738,429						

資料來源: 公司資料、第一上海預測

第一上海證券有限公司

香港中環德輔道中 71 號

永安集團大廈 19 樓

電話：(852) 2522-2101

傳真：(852) 2810-6789

本報告由第一上海證券有限公司（“第一上海”）編制並只作私人一般閱覽。未經第一上海書面批准，不得複印、節錄，也不得以任何方式引用、轉載或傳送本報告之任何內容。本報告所載的內容、資料、資料、工具及材料只提供給閣下作參考之用，並非作為或被視為出售或購買或認購證券或其它金融票據的邀請或要約或構成對任何人的投資建議。閣下不應依賴本報告中的任何內容作出任何投資決定。本報告的內容並未有考慮到個別投資者的投資取向、財務情況或任何特別需要。閣下應根據本身的投資目標、風險評估、財務及稅務狀況等因素作出本身的投資決策。

本報告所載資料來自第一上海認為可靠的來源取得，但第一上海不能保證其準確、正確或完整，而第一上海或其關連人仕不會對因使用/參考本報告的任何內容或資料而引致的任何損失而負上任何責任。第一上海或其關連人仕可能會因應不同的假設或因素發出其它與本報告不一致或有不同結論的報告或評論或投資決策。本報告所載內容如有任何更改，第一上海不作另行通知。第一上海或其關連人仕可能會持有本報告內所提及到的證券或投資專案，或提供有關該證券或投資專案的證券服務。

第一上海並不是美國一九三四年修訂的證券法（「一九三四年證券法」）或其他有關的美國州政府法例下的註冊經紀-交易商。此外，第一上海亦不是美國一九四零年修訂的投資顧問法（下簡稱為「投資顧問法」，「投資顧問法」及「一九三四年證券法」一起簡稱為「有關法例」）或其他有關的美國州政府法例下的註冊投資顧問。在沒有獲得有關法例特別豁免的情況下，任何由第一上海提供的經紀及投資顧問服務，包括（但不限於）在此檔內陳述的內容，皆沒有意圖提供給美國人。此檔及其複印本均不可傳送或被帶往美國、在美國分發或提供給美國人。

在若干國家或司法管轄區，分發、發行或使用本報告可能會抵觸當地法律、規定或其他註冊/發牌的規例。本報告不是旨在向該等國家或司法管轄區的任何人或單位分發或由其使用。