

핀둬둬 (Pinduoduo)

(PDD.US)

1Q21 Review: 매출 및 순이익 모두 시장 예상치 상회

| 블룸버그 투자의견 컨센서스

| 매수 | 보유 | 매도 |
|-----|-----|----|
| 77% | 17% | 6% |

| 실적 Highlight

- 1Q21 매출 및 순이익 시장 예상치 상회
- 기존 전자상거래 사업 수익성 견조하나, 신규사업 투자 증가로 적자 폭 확대
- 핀둬둬가 보유한 중국 최대 트래픽이 신선식품 플랫폼의 핵심 경쟁력

| 실적 Review

기존 사업 수익성 견조, 신규사업 투자 증가로 적자 폭 확대

- 1Q21 매출은 222 억위안(YoY +161%), Non-GAAP 순이익은 -19 억위안으로 시장 예상치(매출 197 억위안, 순이익 -30 억위안) 모두 상회
- 매출은 GMV 증가 및 take rate 상승을 기반으로 외형성장 지속. 순이익은 신선식품 플랫폼(DDMC) 투자 및 직매입 상품 비중 증가로 적자 폭 확대
- 다만 경영진은 직매입 상품 및 DDMC 사업을 제외한 전자상거래 사업은 기존 수익성을 유지했다고 언급
- 사업부문별 매출은 온라인 광고사업이 141 억위안 (YoY +157%), 수수료 사업은 29 억위안(YoY +180%), 직매입 상품 사업은 51 억위안 기록
- 수수료 매출의 큰 폭 증가는 GMV 상승 및 DDMC 거래 증가에 기인
- 광고매출을 통해 역산한 최근 12 개월 GMV 는 1.8 조위안(YoY +59%), 1 인당 소비금액은 2,231 위안(YoY +21%)으로 추정

핀둬둬가 보유한 중국 최대 트래픽이 신선식품 플랫폼의 핵심 경쟁력

- 1Q21 연간 구매자 수는 8.2 억명으로 1 위를 유지했으나, 전분기 대비 3.5 천만명 증가에 그치며 증가세 둔화
- 2020년 중국 인터넷 이용자수가 9.9 억명인 점을 고려하면 향후 큰 폭의 이용자 수 증가는 제한적일 전망
- 다만 핀둬둬가 보유한 중국 최대 트래픽 규모는 신선식품 플랫폼과의 시너지 효과 기대
- 경쟁사 대비 신규 유저 확보에 있어 비용절감이 가능하며, DDMC 와 기존 전자상거래 플랫폼은 통합 플랫폼으로서 고객경험 개선 기대
- 단기적으로 투자 증가에 따른 수익성 둔화는 불가피하나 중장기 투자매력 유효

| 현재주가 / 블룸버그 목표주가

현재주가('21.05.31): USD 124.88
블룸버그 목표주가: USD 168.09

| Stock Data

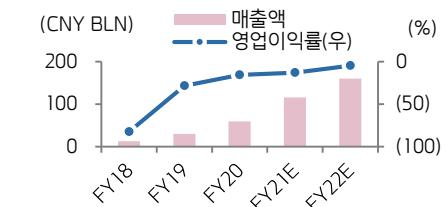
| 산업분류 | 소매 & 도매 - 자유 |
|-----------------|---------------|
| SPX (05/31) | 4,204.1 |
| 현재주가/목표주가 | 124.9 / 168.1 |
| 52주 최고/최저 (USD) | 212.6 / 64.8 |
| 시가총액 (백만 USD) | 156,510.7 |
| 유통주식 수 (백만 USD) | 1,253.3 |
| 일평균거래량 (3M) | 7,272,568 |

| Performance & Price Trend



| Earnings & Valuation

| (백만 위안) | FY19 | FY20 | FY21E | FY22E |
|----------|--------|--------|---------|---------|
| 매출액 | 30,142 | 59,492 | 115,538 | 160,345 |
| 영업이익 | -8,538 | -9,380 | -15,232 | -7,424 |
| OPM(%) | -28.3 | -15.8 | -13.2 | -4.6 |
| 순이익 | -6,968 | -7,180 | -11,812 | -6,292 |
| EPS | -6.0 | -6.0 | -7.9 | -2.0 |
| 증가율(%) | 적지 | 적지 | 적지 | 적지 |
| PER(배) | n/a | n/a | n/a | 362.8 |
| PBR(배) | 12.4 | 23.9 | 22.5 | 21.0 |
| ROE(%) | -32.1 | -16.9 | -11.4 | 5.6 |
| 배당수익률(%) | n/a | n/a | n/a | n/a |



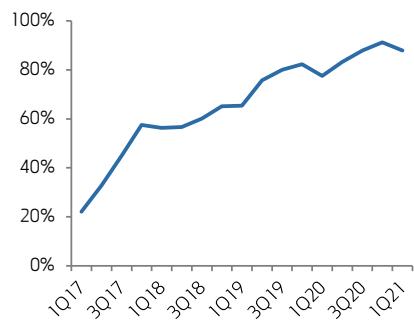
자료: 블룸버그 컨센서스, 키움증권 리서치

핀둬둬 실적 테이블

| (단위: 백만CNY) | 1Q20 | 2Q20 | 3Q20 | 4Q20 | 1Q21 | 2019 | 2020 |
|--------------|----------------|---------------|---------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| 매출 | 6,541 | 12,193 | 14,210 | 26,548 | 22,167 | 30,142 | 59,492 |
| YOY | 44% | 67% | 89% | 146% | 239% | 130% | 97% |
| 매출원가 | 1,822 | 2,653 | 3,256 | 11,516 | 10,742 | 6,315 | 19,246 |
| YOY | 110% | 67% | 78% | 467% | 490% | 118% | 205% |
| % of sales | 28% | 22% | 23% | 43% | 48% | 21% | 36% |
| 매출총이익 | 4,719 | 9,541 | 10,954 | 15,032 | 11,425 | 23,827 | 40,246 |
| YOY | 28% | 67% | 93% | 72% | 142% | 133% | 69% |
| GPM | 72% | 78% | 77% | 57% | 52% | 79% | 68% |
| 판매 및 마케팅 | 7,065 | 8,864 | 9,737 | 14,436 | 12,698 | 26,313 | 40,101 |
| YOY | 51% | 50% | 46% | 60% | 80% | 102% | 52% |
| % of sales | 108% | 73% | 69% | 54% | 57% | 87% | 67% |
| 일반관리비용 | 118 | 137 | 133 | 153 | 161 | 510 | 540 |
| YOY | 76% | 50% | -42% | 26% | 36% | 218% | 6% |
| % of sales | 2% | 1% | 1% | 1% | 1% | 2% | 1% |
| R&D | 1,124 | 1,265 | 1,425 | 1,557 | 1,741 | 2,984 | 5,371 |
| YOY | 109% | 107% | 60% | 65% | 55% | 205% | 80% |
| % of sales | 17% | 10% | 10% | 7% | 10% | 10% | 9% |
| 영업이익 | (3,588) | (725) | (340) | (1,115) | (3,174) | (5,981) | (5,767) |
| OPM | -55% | -6% | -2% | -4% | -14% | -20% | -10% |
| 순이익 | (3,170) | (77) | 466 | (185) | (1,890) | (4,266) | (2,965) |
| NPM | -48% | -1% | 3% | -1% | -9% | -14% | -5% |

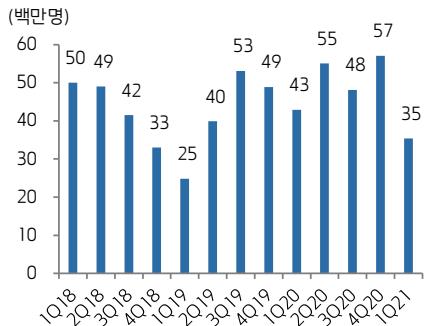
주: Non-GAAP 기준
자료: 핀둬둬, 키움증권

핀둬둬 MAU/연간 구매자 수 비율 추이



자료: 핀둬둬, 키움증권

핀둬둬 연간 구매자 수 순증



주: 최근 12개월 기준
자료: 핀둬둬, 키움증권

핀둬둬 사업 핵심 지표

(단위: 백만CNY, 백만명, %)

| | 2Q19 | 3Q19 | 4Q19 | 1Q20 | 2Q20 | 3Q20 | 4Q20 | 1Q21 |
|------------|----------------|----------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|
| GMV | 709,100 | 840,200 | 1,006,600 | 1,157,200 | 1,268,700 | 1,457,600 | 1,667,600 | 1,837,608 |
| YOY | 171% | 144% | 113% | 108% | 79% | 73% | 66% | 59% |
| 연간 구매자 수 | 483 | 536 | 585 | 628 | 683 | 731 | 788 | 824 |
| YOY | 40% | 39% | 40% | 42% | 41% | 36% | 35% | 31% |
| 순증 | 25 | 40 | 53 | 49 | 43 | 55 | 48 | 35 |
| MAU | 366 | 430 | 482 | 487 | 569 | 643 | 720 | 725 |
| YOY | 88% | 85% | 77% | 68% | 55% | 50% | 50% | 49% |
| ARPU(CNY) | 1,468 | 1,567 | 1,720 | 1,842 | 1,857 | 1,993 | 2,115 | 2,231 |
| YOY | 93% | 75% | 53% | 47% | 27% | 27% | 23% | 21% |
| 매출 | 7,290 | 7,514 | 10,793 | 6,541 | 12,193 | 14,210 | 21,190 | 17,043 |
| YOY | 169% | 123% | 91% | 44% | 67% | 89% | 96% | 161% |
| take rate | 2.9% | 3.0% | 3.0% | 2.8% | 2.9% | 3.0% | 3.2% | 3.5% |
| 광고매출 | 6,467 | 6,711 | 9,687 | 5,492 | 11,055 | 12,878 | 18,922 | 14,111 |
| YOY | 173% | 126% | 91% | 39% | 71% | 92% | 95% | 157% |
| take rate | 2.6% | 2.6% | 2.7% | 2.5% | 2.6% | 2.7% | 2.9% | 3.1% |
| 수수료 | 823 | 802 | 1,106 | 1,049 | 1,139 | 1,332 | 2,268 | 2,931 |
| YOY | 143% | 101% | 87% | 76% | 38% | 66% | 105% | 180% |
| take rate | 0.3% | 0.3% | 0.3% | 0.3% | 0.3% | 0.3% | 0.3% | 0.4% |
| 직매입 상품 | | | | | | | 5,358 | 5,124 |

주1: GMV 및 연간 구매자 수는 최근 12개월 기준

주2: 1Q21 GMV/ARPU/take rate은 추정치

자료: 핀둬둬, 키움증권

중국 플랫폼 기업 Peer그룹 비교

| 종목 코드 | 종목명 | 시가총액 (십억USD) | 매출 성장률 (%) | | 순이익 성장률 (%) | | PER (배) | | PSR (배) | |
|--------------------|-------------|-----------------|---------------|------|----------------|------|------------|-------|------------|------|
| | | | 21FY | 22FY | 21FY | 22FY | 21FY | 22FY | 21FY | 22FY |
| 전자상거래/배달 | | | | | | | | | | |
| BABA US | 알리바바 | 580 | 39 | 32 | 21 | 3 | 20.8 | 20.8 | 5.2 | 4.0 |
| 3690 HK | 메이퇀안디앤팅 | 232 | 59 | 38 | 적전 | 흑전 | N/A | 317.1 | 8.1 | 5.8 |
| PDD US | 핀둬둬 | 157 | 94 | 39 | 적지 | 흑전 | N/A | 362.7 | 8.6 | 6.2 |
| JD US | 징동 | 115 | 28 | 22 | (66) | 55 | 43.2 | 29.8 | 0.8 | 0.6 |
| VIPS US | VIPS | 16 | 23 | 16 | 29 | 20 | 13.4 | 11.3 | 0.8 | 0.7 |
| DADA US | Dada Nexus | 6 | 13 | 53 | 적지 | 적지 | N/A | N/A | 5.8 | 3.8 |
| 게임/동영상/스트리밍 | | | | | | | | | | |
| 700 HK | 텐센트 | 765 | 22 | 20 | (8) | 25 | 34.1 | 27.4 | 8.3 | 6.9 |
| 1024 HK | 콰이션우 | 104 | 48 | 42 | 적지 | 흑전 | N/A | 80.0 | 7.6 | 5.3 |
| NTES US | 넷이즈 | 79 | 21 | 18 | 51 | 19 | 27.9 | 23.5 | 5.7 | 4.8 |
| BILI US | 비리비리 | 41 | 62 | 43 | 적지 | 적지 | N/A | N/A | 13.5 | 9.4 |
| IQ US | 아이치이 | 11 | 9 | 12 | 적지 | 적지 | N/A | N/A | 2.2 | 2.0 |
| 포털/SNS | | | | | | | | | | |
| BIDU US | 바이두 | 69 | 20 | 15 | 1 | 18 | 19.4 | 16.8 | 3.4 | 3.0 |
| WB US | 웨이보 | 12 | 24 | 11 | 92 | 17 | 20.0 | 17.0 | 5.5 | 4.9 |
| SOHU US | SOHU | 1 | 1 | (9) | (146) | (17) | 11.4 | 17.3 | 0.9 | 1.0 |
| 헬스케어 | | | | | | | | | | |
| 6618 HK | JD헬스케어 | 42 | 43 | 45 | 흑전 | 65 | 295.4 | 177.7 | 9.8 | 6.7 |
| 241 HK | 알리헬스케어 | 33 | 73 | 51 | 흑전 | 0 | 405.3 | 329.3 | 12.8 | 8.5 |
| 1833 HK | 핑안헬스케어 | 13 | 31 | 33 | 적지 | 적지 | N/A | N/A | 9.5 | 7.2 |
| 여행 | | | | | | | | | | |
| TCOM US | 트립닷컴 | 26 | 34 | 49 | 흑전 | 203 | 82.1 | 25.9 | 6.9 | 4.6 |
| 780 HK | 통청이룡 | 6 | 49 | 26 | 369 | 43 | 24.8 | 17.8 | 4.3 | 3.4 |
| 부동산 | | | | | | | | | | |
| BEKE US | KE Holdings | 62 | 30 | 23 | 169 | 37 | 51.4 | 36.8 | 4.3 | 3.5 |
| 자동차 | | | | | | | | | | |
| ATHM US | 오토홈 | 10 | 12 | 11 | 11 | 14 | 16.7 | 14.6 | 6.4 | 5.7 |
| 교육 | | | | | | | | | | |
| 1797 HK | 신동방온라인 | 2 | 38 | 71 | 적지 | 적지 | N/A | N/A | 6.6 | 3.9 |

주: 회계연도 기준. 알리바바/알리헬스케어는 3월 말 결산, 신동방온라인은 5월말 결산
자료: Bloomberg, 키움증권

손익계산서

| (CNY mln) | FY16 | FY17 | FY18 | FY19 | FY20 |
|--------------|-------|-------|---------|--------|--------|
| 매출액 | 505 | 1,744 | 13,120 | 30,142 | 59,492 |
| 매출원가 | 578 | 723 | 2,905 | 6,339 | 19,279 |
| 매출총이익, GAAP | -73 | 1,021 | 10,215 | 23,803 | 40,213 |
| 판관비 | 184 | 1,478 | 19,898 | 28,471 | 42,702 |
| 연구개발비 | 29 | 129 | 1,116 | 3,870 | 6,892 |
| 영업이익, GAAP | -286 | -596 | -10,800 | -8,538 | -9,380 |
| 영업외 (이익) 손실 | 6 | -71 | -583 | -1,571 | -2,201 |
| 세전이익, GAAP | -292 | -525 | -10,217 | -6,968 | -7,180 |
| 법인세비용 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 당기순이익, GAAP | -292 | -518 | -10,217 | -6,967 | -7,180 |
| EPS, GAAP | -0.18 | -0.28 | -13.88 | -6.04 | -6.04 |
| 회식 EPS, GAAP | -0.18 | -0.28 | -13.88 | -6.04 | -6.04 |
| 영업이익, 조정 | -286 | -586 | -10,800 | -8,538 | -9,380 |
| 당기순이익, 조정 | -292 | -518 | -10,217 | -6,967 | -7,180 |
| EBITDA | -285 | -593 | -10,303 | -7,900 | -8,729 |

재무상태표

| (CNY mln) | FY16 | FY17 | FY18 | FY19 | FY20 |
|------------|-------|--------|--------|--------|---------|
| 자산총계 | 1,771 | 13,314 | 43,182 | 76,057 | 158,909 |
| 유동자산 | 1,754 | 13,138 | 40,391 | 73,001 | 149,524 |
| 현금 및 현금성자산 | 1,610 | 3,108 | 21,791 | 41,057 | 86,972 |
| 매출채권 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 재고자산 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 비유동자산 | 17 | 177 | 2,791 | 3,056 | 9,385 |
| 유형자산 | 2 | 9 | 29 | 558 | 833 |
| 무형자산 | 0 | 0 | 2,579 | 1,994 | 1,277 |
| 부채총계 | 1,414 | 12,110 | 24,359 | 51,410 | 98,733 |
| 유동부채 | 1,414 | 12,110 | 24,359 | 45,768 | 83,882 |
| 매입채무 | 1,159 | 10,199 | 19,502 | 39,681 | 76,221 |
| 단기성부채 | 0 | 0 | 0 | 1,014 | 2,119 |
| 비유동부채 | 0 | 0 | 0 | 5,643 | 14,851 |
| 장기성부채 | 0 | 0 | 0 | 5,635 | 14,848 |
| 자본총계 | 356 | 1,205 | 18,823 | 24,647 | 60,176 |

현금흐름표

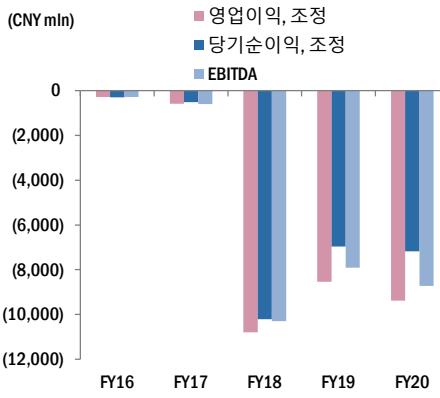
| (CNY mln) | FY16 | FY17 | FY18 | FY19 | FY20 |
|-------------------|-------|---------|--------|---------|---------|
| 영업활동으로 인한 현금흐름 | 880 | 9,686 | 7,768 | 14,821 | 28,197 |
| 감가상각비, 무형자산상각비 | 1 | 2 | 497 | 638 | 652 |
| 운전자본 변동 | -108 | 1766 | 3461 | 5925 | 7,025 |
| 투자활동으로 인한 현금흐름 | -307 | 72 | -7,549 | -28,320 | -38,358 |
| 유, 무형자산 취득(CAPEX) | -2 | -9 | -27 | -27 | -43 |
| 유, 무형자산 처분 | 0 | 0.362 | 0 | 0 | 0 |
| 재무활동으로 인한 현금흐름 | 487 | 1,399 | 17,344 | 15,855 | 51,799 |
| 지급배당금 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 차입금의 증가(감소) | 0 | 0 | 0 | 7,970 | 13,930 |
| 자사주매입 | 505 | 1398.86 | 17344 | 7994 | 26805 |
| 현금증가 | 1,079 | 11,109 | 18,111 | 2,806 | 41,498 |
| 기초현금 | 240 | 1,320 | 12,429 | 30,540 | 33,346 |
| 기말현금 | 1,320 | 12,429 | 30,540 | 33,346 | 74,844 |
| FCF | 877 | 9,677 | 7,741 | 14,794 | 28,154 |
| FCFF | — | — | — | — | — |

수익성, 안정성, 밸류에이션 지표

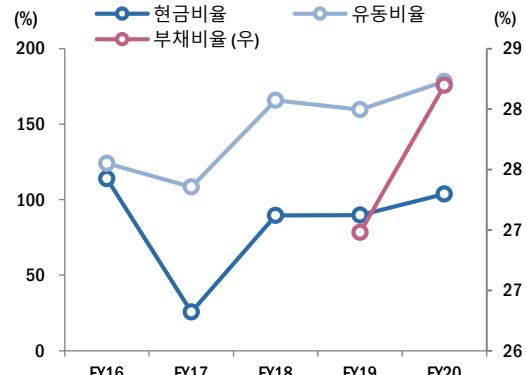
| (%, 배) | FY16 | FY17 | FY18 | FY19 | FY20 |
|---------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 매출이익률 | -57.83 | -30.11 | -77.87 | -23.12 | -12.07 |
| 영업이익률 | -56.69 | -34.16 | -82.32 | -28.33 | -15.77 |
| EBITDA 마진 | -56.54 | -34.03 | -78.53 | -26.21 | -14.67 |
| ROE | — | — | — | -32.06 | -16.93 |
| ROA | — | -6.96 | -36.17 | -11.69 | -6.11 |
| ROIIC | — | -74.04 | -106.39 | -32.50 | -16.29 |
| 부채비율 | — | — | 0.00 | 26.98 | 28.20 |
| 순차입금비율 | -451.63 | -257.95 | -115.77 | -139.60 | -116.33 |
| EBITDA/현금지급이자 | — | — | — | — | — |
| 현금비율 | 1.14 | 0.26 | 0.89 | 0.90 | 1.04 |
| 유동비율 | 1.24 | 1.08 | 1.66 | 1.60 | 1.78 |
| PER | — | — | — | — | — |
| PBR | — | — | 9.13 | 12.42 | 23.87 |
| EV/EBIT | — | — | — | — | — |
| EV/EBITDA | — | — | — | — | — |

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치 주) 각 재무제표 내 주요 항목만 표시

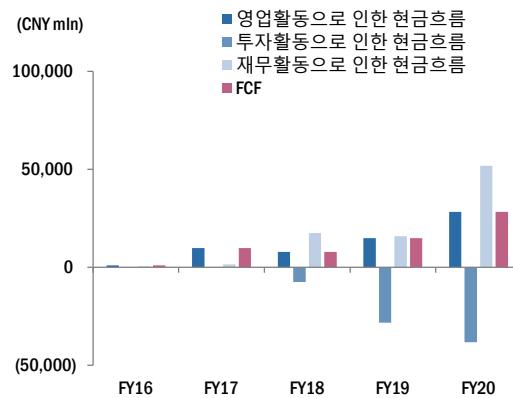
이익 추이



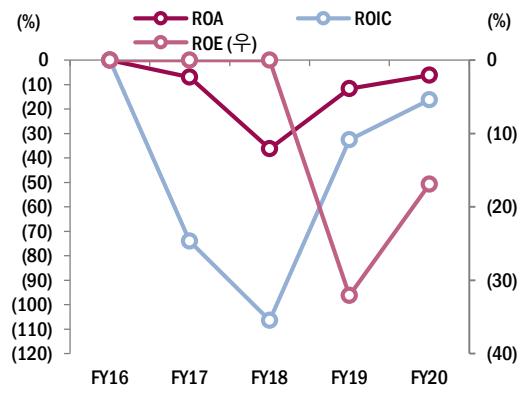
유동성 및 자본건전성 추이



현금흐름 추이



수익성 추이



Compliance notice

- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 입력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

고지사항

- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것입니다. 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 있고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일제의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 본 조사 분석자료를 무단으로 인용, 복제, 전시, 배포, 전송, 편집, 번역, 출판하는 등의 방법으로 저작권을 침해하는 경우에는 관련법에 의하여 민·형사상 책임을 지게 됩니다.