

# 핀둬둬 (Pinduoduo)

(PDD.US)

1Q21 Review: 매출 및 순이익 모두  
시장 예상치 상회

## 블룸버그 투자의견 컨센서스

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

## 현재주가 / 블룸버그 목표주가

현재주가('21.05.31): USD 124.88

블룸버그 목표주가: USD 168.09

## 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

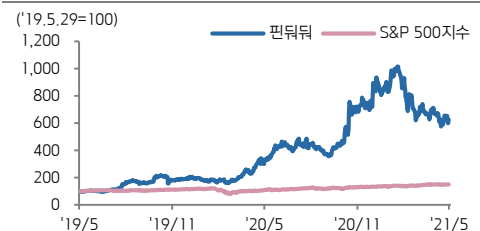
- 1Q21 연간 구매자 수는 8.2 억명으로 1 위를 유지했으나, 전분기 대비 3.5 천만명 증가에 그치며 증가세 둔화
- 2020 년 중국 인터넷 이용자수가 9.9 억명인 점을 고려하면 향후 큰 폭의 이용자 수 증가는 제한적일 전망
- 다만 핀둬둬가 보유한 중국 최대 트래픽 규모는 신선식품 플랫폼과의 시너지 효과 기대
- 경쟁사 대비 신규 유저 확보에 있어 비용절감이 가능하며, DDMC 와 기존 전자상거래 플랫폼은 통합 플랫폼으로서 고객경험 개선 기대
- 단기적으로 투자 증가에 따른 수익성 둔화는 불가피하나 중장기 투자매력 유효

## 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

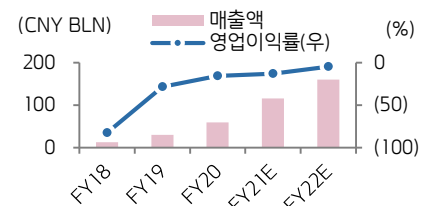
## Performance & Price Trend

주가수익률 (%)	YTD	1M	6M	12M
절대	-29.7	-12.3	-13.3	106.9
SPX Index	11.9	0.5	15.5	38.8



## 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



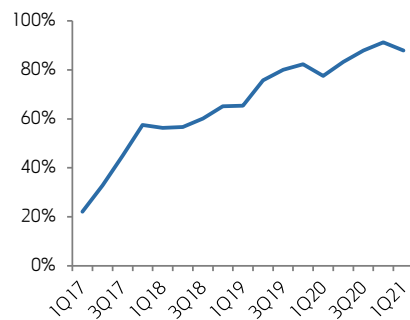
자료: 블룸버그 컨센서스, 키움증권 리서치

핀둬둬 실적 테이블

(단위: 백만CNY)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2019	2020
<b>매출</b>	<b>6,541</b>	<b>12,193</b>	<b>14,210</b>	<b>26,548</b>	<b>22,167</b>	<b>30,142</b>	<b>59,492</b>
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%
<b>매출총이익</b>	<b>4,719</b>	<b>9,541</b>	<b>10,954</b>	<b>15,032</b>	<b>11,425</b>	<b>23,827</b>	<b>40,246</b>
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%
<b>영업이익</b>	<b>(3,588)</b>	<b>(725)</b>	<b>(340)</b>	<b>(1,115)</b>	<b>(3,174)</b>	<b>(5,981)</b>	<b>(5,767)</b>
OPM	-55%	-6%	-2%	-4%	-14%	-20%	-10%
<b>순이익</b>	<b>(3,170)</b>	<b>(77)</b>	<b>466</b>	<b>(185)</b>	<b>(1,890)</b>	<b>(4,266)</b>	<b>(2,965)</b>
NPM	-48%	-1%	3%	-1%	-9%	-14%	-5%

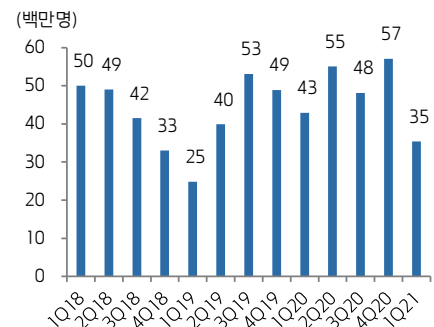
주: Non-GAAP 기준  
자료: 핀둬둬, 키움증권

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
<b>GMV</b>	<b>709,100</b>	<b>840,200</b>	<b>1,006,600</b>	<b>1,157,200</b>	<b>1,268,700</b>	<b>1,457,600</b>	<b>1,667,600</b>	<b>1,837,608</b>
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%
<b>매출</b>	<b>7,290</b>	<b>7,514</b>	<b>10,793</b>	<b>6,541</b>	<b>12,193</b>	<b>14,210</b>	<b>21,190</b>	<b>17,043</b>
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	메이투안디엔핑	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	콰이서우	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	통칭이롱	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
판매비	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
회석 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

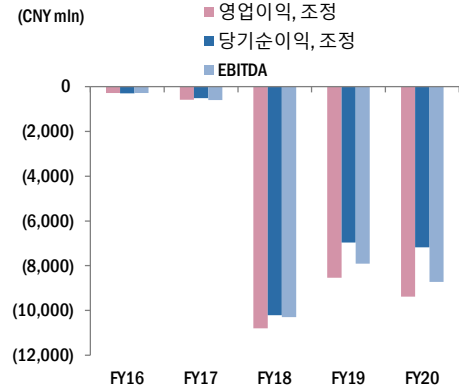
(CNY mln)	FY16	FY17	FY18	FY19	FY20
영업활동으로 인한 현금흐름	880	9,686	7,768	14,821	28,197
감가상각비, 무형자산상각비	1	2	497	638	652
운전자본 변동	-108	1766	3461	5925	7,025
투자활동으로 인한 현금흐름	-307	72	-7,549	-28,320	-38,358
유, 무형자산 취득(CAPEX)	-2	-9	-27	-27	-43
유, 무형자산 처분	0	0.362	0	0	0
재무활동으로 인한 현금흐름	487	1,399	17,344	15,855	51,799
자금배당금	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

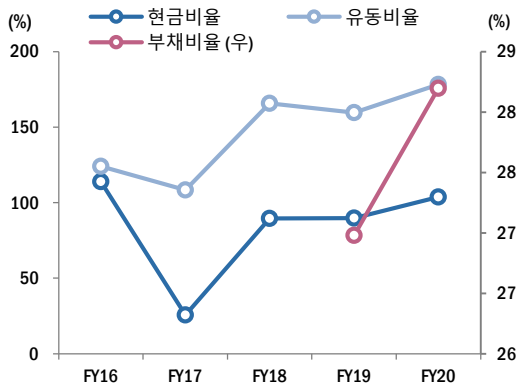
(%, 배)	FY16	FY17	FY18	FY19	FY20
매출이익률	-57.83	-30.11	-77.87	-23.12	-12.07
영업이익률	-56.69	-34.16	-82.32	-28.33	-15.77
EBITDA 마진	-56.54	-34.03	-78.53	-26.21	-14.67
ROE	-	-	-	-32.06	-16.93
ROA	-	-6.96	-36.17	-11.69	-6.11
ROIC	-	-74.04	-106.39	-32.50	-16.29
부채비율	-	-	0.00	26.98	28.20
순차입금비용	-451.63	-257.95	-115.77	-139.60	-116.33
EBITDA/현금지급이자	-	-	-	-	-
현금비용	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

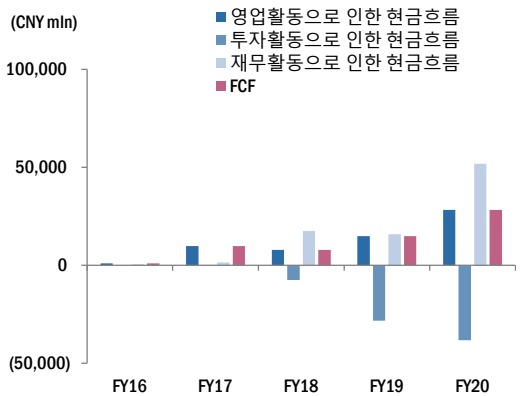
### 이익 추이



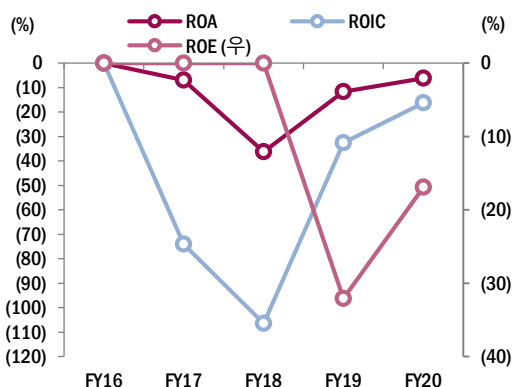
### 유동성 및 자본건전성 추이



### 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 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

## 고지사항

- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 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 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 본 조사 분석자료를 무단으로 인용, 복제, 전사, 배포, 전송, 편집, 번역, 출판하는 등의 방법으로 저작권을 침해하는 경우에는 관련법에 의하여 민·형사상 책임을 지게 됩니다.