

拼多多 Pinduoduo (PDD US)

TEMU 估值方式以及监管影响探讨

Discussion on how to value TEMU and evaluating its regulation risks

Natalie Wu, CFA

Jasmine Bai

natalie.wu@htisec.com

y.bai@htisec.com

热点速评 Flash Analysis

点评

我们在这份研究中参照了全球电商的商业模式以及估值方式，发现：1）市场普遍能够接受 P/GMV 的估值方式对跨境电商估值，而不是强求用 PE 估值法，其背后的原因可能也与大多数公司的电商盈利性不明晰/尚不盈利有关，比如亚马逊的零售业务其实 2022 年在经营利润层面还不盈利，Shopee 虽然在 2023 年前两个季度实现了 EBITDA 口径盈利，但是进入 3Q 其电商盈利性又不明晰；2）P/GMV 也要结合公司增速看，高增速公司值更高倍数，例如 Shein；3）市占的变化趋势是另一个重要考量因素，如果该公司在其主要运营市场市占提升，则 PEG 可以高于 1，甚至达到 1.2 倍；否则会打折扣，这里国内电商 BABA 和 PDD 是典型例子。市场预期 BABA 在国内电商市场不断丢失市场份额，给予核心电商 FY24E ~8x PER，对应公司 FY24 收入增速约 10%，PEG 小于 1。

海外电商估值情况

| | 2022年市占 | 2023年市占趋势 | 2023年GMV增速 | 2024年GMV增速 | 当前市值/估值对应24E P/GMV |
|---------|--|-----------|------------|------------|--------------------|
| Amazon | 37.80% | 市占提升 | 11.3% | 11.0% | 0.6 |
| Shein | 根据渠道调研，~40% 美国服装电商份额 印尼36%；马来78% ；越南63%；菲律宾60%；泰国56%；新加坡53% | 市占提升 | 43.0% | 38.0% | 1.1 |
| Shopee | 巴西27%；阿根廷68%；墨西哥14% | 市占下滑 | 3.1% | 11.6% | 0.3 |
| Mercado | 22.3% | 市占提升 | 22.1% | 12.2% | 0.4 |
| Coupang | 22.3% | 小幅提升 | 18.7% | 17.3% | 0.7 |

资料来源：墨腾，Statista，Visible Alpha，海通国际测算

说明：1）市值以 2023/10/30 收盘价作为探讨；2）对于亚马逊，由于其市值贡献中云占比较高，我们在 P/GMV 的倍数计算中以 8x PS 给到云 2024 年收入，以剩余市值计算亚马逊电商的估值倍数；同理，对于 Mercado，我们以 0.2 倍 P/TPV 给予金融科技 24 年收入，以剩余市值计算 Mercado 的电商估值倍数

根据以上讨论，我们认为 TEMU 还在高增速阶段，其增速与 Shein 有一定可比性。参考 Shein 在 2022 年 GMV 还有 50%左右的增速，2022 年的投后估值曾接近 1000 亿美金，当年 P/GMV 为 3.2 倍，forward P/GMV 是 2.2 倍；如今中概股的整体估值水平有所下降，我们在 Shein 当年的估值水平基础上给予 20%的折扣，即采用 1.8 倍 forward P/GMV 给予 TEMU 估值。目前我们最新的 TEMU GMV 预测是 2023 全年 120 亿美金，而明年翻倍，达到 240 亿美金，若采用 1.8 倍 P/GMV 倍数，则贡献 432 亿美金市值，对应贡献目标价 32 美金。

与此同时，我们梳理了海外相关跨境电商政策对 TEMU 展业的影响，尤其是 TEMU 已经展业或者即将展业的国家与地区，希望判断 TEMU 是否会有投资人最担心的“被清退”的风险。我们发现：1）大多数美国出台的政策/调研目前尚无后续推进，推断与美国当局出台确定性政策通常所需流程比较繁琐和复杂有关；2）即使是已经出台的政策法规，比如巴西的税收政策，其他全球性跨境电商平台都在进入该市场时就遵循了当地政策，比如 Shopee，我们认为 TEMU 若希冀在当地展业，也会遵循相关政策法规，因此不应该构成被清退的风险。

风险

TEMU 受到地缘政治影响，如中美关系继续恶化；亏损超预期

一、全球电商估值方式给 TEMU 的启示：市占和增速都是核心考量因素

我们参照了全球电商的商业模式以及估值方式，发现：1）市场普遍能够接受 P/GMV 的估值方式对跨境电商估值，而不是强求用 PE 估值法，其背后的原因可能也与大多数公司的电商盈利性不明晰/尚不盈利有关，比如亚马逊的零售业务其实 2022 年在经营利润层面还不盈利，Shopee 虽然在 2023 年前两个季度实现了 EBITDA 口径盈利，但是进入 3Q 其电商盈利性又不明晰；2）P/GMV 也要结合公司增速看，高增速公司值更高倍数，例如 Shein；3）市占的变化情况是另一个考量因素，如果该公司在其主要运营市场市占提升，则 PEG 可以高于 1，甚至达到 1.2 倍；否则会打折扣，这里国内电商 BABA 是典型例子。市场预期 BABA 在国内电商市场不断丢失市场份额，给予核心电商 FY24E ~8x PER，对应公司 FY24 收入增速约 10%，PEG 小于 1。

海外电商估值情况

| | 2022年市占 | 2023年市占趋势 | 2023年GMV增速 | 2024年GMV增速 | 当前市值/估值对应24E P/GMV |
|---------|---|-----------|------------|------------|--------------------|
| Amazon | 37.80% | 市占提升 | 11.3% | 11.0% | 0.6 |
| Shein | 根据渠道调研，~40% 美国服装电商份额 | 市占提升 | 43.0% | 38.0% | 1.1 |
| Shopee | 印尼36%；马来78% ；越南63%；菲律宾60%；泰国56%；新加坡53% | 市占下滑 | 3.1% | 11.6% | 0.3 |
| Mercado | 巴西27%；阿根廷68% ；墨西哥14% | 市占提升 | 22.1% | 12.2% | 0.4 |
| Coupang | 22.3% | 小幅提升 | 18.7% | 17.3% | 0.7 |

资料来源：墨腾，Statista，Visible Alpha，海通国际测算

说明：1）市值以 2023/10/30 收盘价作为探讨；2）对于亚马逊，由于其市值贡献中云占比较高，我们在 P/GMV 的倍数计算中以 8x PS 给到云 2024 年收入，以剩余市值计算亚马逊电商的估值倍数；同理，对于 Mercado，我们以 0.2 倍 P/TPV 给予金融科技 24 年收入，以剩余市值计算 Mercado 的电商估值倍数

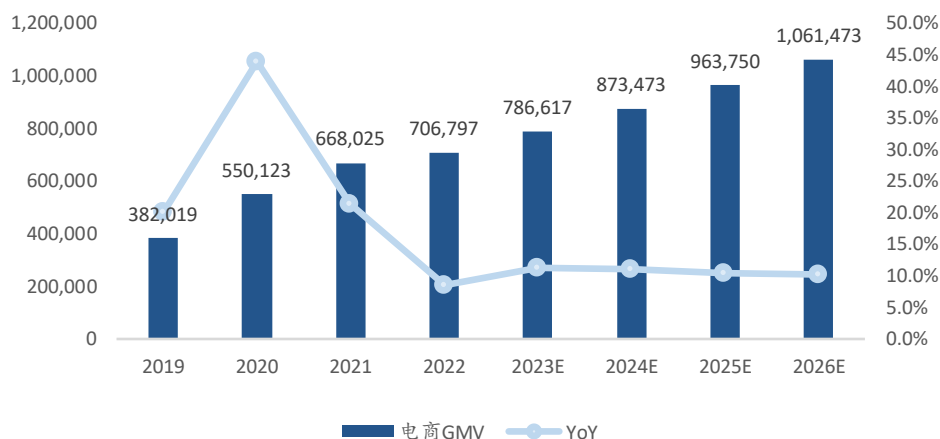
根据以上讨论，我们认为 TEMU 还在高增速阶段，其增速与 Shein 有一定可比性。参考 Shein 在 2022 年 GMV 还有 50%左右的增速，2022 年的投后估值曾接近 1000 亿美金，P/GMV 为 3.2 倍，forward P/GMV 是 2.2 倍；如今中概股的整体估值水平有所下降，我们在 Shein 当年的估值水平基础上给予 20%的折扣，即采用 1.8 倍 forward P/GMV 给予 TEMU 估值。目前我们最新的 TEMU GMV 预测是 2023 全年 120 亿美金，而明年翻倍，达到 240 亿美金，若采用 1.8 倍 P/GMV 倍数，则贡献 432 亿美金市值，对应贡献目标价 32 美金。

Amazon：市场龙头地位稳固，电商贡献市值比例~40%

Amazon 成立于 1994 年，业务主要分为零售相关业务和云服务两大类。其中零售大类可细分为线上自营、线上 3P 卖家服务（佣金与履约费）、线上广告、会员与订阅服务，及线下零售业务。从收入结构上，2022 年总收入 5140 亿美金，增速 9.4%，其中 1P 业务占总营收 43%，3P 服务收入占 23%，订阅服务占 7%，广告占 7%，实体零售占 4%，AWS 占 16%。盈利性上，亚马逊整体是盈利的，2022 年 EBITDA 为 537 亿美金，利润率 10.4%，GAAP 口径经营利润 122 亿美金，利润率 2.4%；拆分来看，云的盈利性较高，2022 年云的 GAAP 口径下运营利润 228 亿美金，利润率 28.5%；但它的零售业务其实 2022 年没有盈利，GAAP 口径运营亏损为 106 亿美金，亏损率 2.4%。

细看电商的商业模式，亚马逊早期为自营业务，后开放三方卖家入驻，目前三方卖家 GMV 贡献已在一半以上，面向三方卖家，亚马逊主要收取：1）佣金；2）如商家使用 FBA，亚马逊收取物流服务费；3）广告，根据我们测算，我们估计亚马逊综合货币化率接近 30%（其中佣金~15%，物流费用超过 10%）

Amazon 电商的历年 GMV 及预测 (单位: 百万美金)



资料来源: 公司信息, Visible Alpha

市场对亚马逊主流的估值方式是: 1) SoTP, 分别给予云、1P 电商以及 3P 电商不同的 PS 倍数, 其中对云的估值倍数在 24 年 HSD 倍数为主; 对 1P 电商收入给予 24 年~1 倍 PS 倍数, 而对 3P 电商收入给予 24 年 LSD 倍数; 2) 或, 整体看亚马逊的盈利性, 并在此基础上给予~20 倍 24 年 PER 倍数。在主流估值方式下, 电商部分占整体估值比例约 40%。

看当前市值, 2023 年 10 月 30 日收盘市值 1.37 万亿美金, 对应价格 132.7 美金, 如果我们给予云 2024 年 1052 亿美金收入预测基础上 8 倍 PSR 倍数, 那么对应市值 8420 亿, 则电商大约对应 5280 亿美金市值 (38.5%市值的占比), 结合 2024 年 GMV 预测 8735 亿美金, 电商部分对应了 24 年 0.6x P/GMV 倍数。

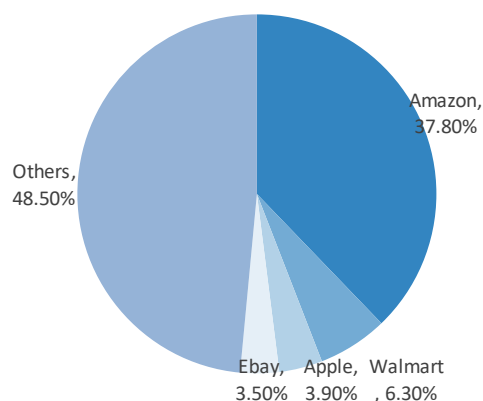
Amazon 市值拆分与估值倍数理解

| | |
|-------------------|---------|
| AWS | |
| 2023收入 (百万美金) | 90,702 |
| 2024收入 (百万美金) | 105,233 |
| 24E PSR倍数 | 8 |
| 对应市值 (十亿美金) | 842 |
| 零售业务 | |
| 2023E GMV (百万美金) | 786,617 |
| 2024E GMV (百万美金) | 873,473 |
| 总市值 (十亿美金) | |
| 零售市值 (十亿美金) | 528 |
| 零售的市值占比 | 38.5% |
| 零售对应的24E P/GMV | 0.60 |

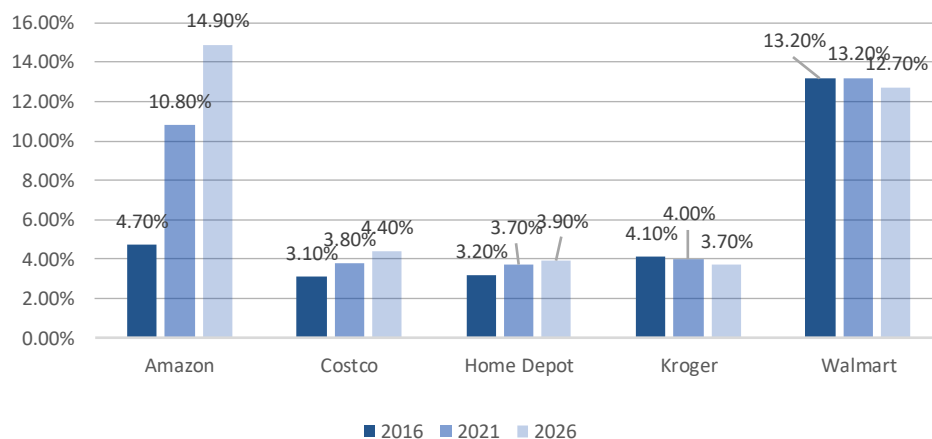
资料来源: Visible Alpha, Statista, 海通国际

市值以 2023 年 10 月 30 日收盘价为准

Amazon 在美国电商市场市占 (2022 年)



亚马逊在美国零售市场市占的逐年变化



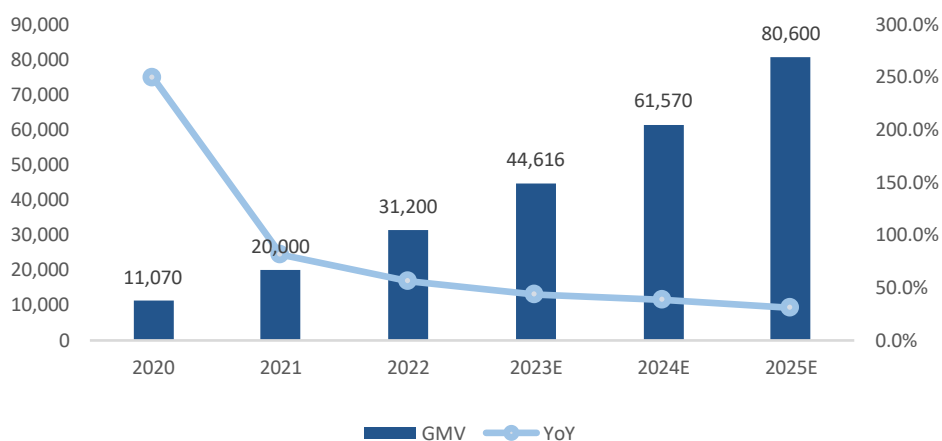
资料来源: Ascentiaedge.com

SheIn: 还在高增速状态, 基于明年 GMV 估值对应 1.1 倍 P/GMV

SheIn 是跨境 B2C 服装电商龙头公司, 成立于 2012 年, 深耕时尚女装行业, 近年也逐步向美妆、宠物用品等品类拓展, 主要面向年轻女性用户群体, 以性价比高、快速上新为其特色。

SheIn 的实时零售模式将服装设计为成品的时间从过去的 3 周压缩到最短 3 天 (典型情况是 5-7 天)。SheIn 的业务覆盖美、欧、中东、拉美、东南亚等市场。在电商模式上, SheIn 是自营为主 (2022 年自营 GMV 占比 70%+)。它的最主要模式即“商家寄售” (商家供货, 剩下的定价、运营、物流交由 SHEIN 完成), 目前也在拓展 3P 模式, 即“开放平台模式” (商家自行开店、运营和配送给终端消费者), 并在此基础上, 与更多本地供应链和商家合作, 比如在巴西市场。根据海通国际测算, SheIn 2022 年 GMV 为 312 亿美金, 增速 56%; 2025 年 GMV 目标 806 亿美金, 3 年 CAGR 接近 40%。在盈利性方面, 2022 年公司表示已经连续 4 年盈利, 2022 年净利润 7 亿美金, 净利润率 3.1% (收入 227 亿美金), 2025 年目标净利润 75 亿美金, 目标收入 585 亿美金, 净利润率 12.8%。

SheIn 历年 GMV 及预测 (单位: 百万美金)



资料来源: 36Kr, 海通国际

成立至今，SheIn 多次获得资本市场青睐，累计完成融资 10 轮，目前还在进行第 11 轮融资。PitchBook Data 显示，SheIn 最新的估值 66 亿美金，2024 年海通国际推算其 GMV 为 616 亿美金，增速 38%，则对应来年估值倍数为 1.1x P/GMV。

SheIn 融资历程

| 轮次 | 时间 | 融资金额 | 主要投资方 | 投后估值 | 公司当年GMV (百万美金) | 公司下一年GMV (百万美金) | P/GMV倍数 (当年) | P/GMV倍数 (来年) |
|----|----------|--------|---|--------|----------------|-----------------|--------------|--------------|
| 1 | 2013年9月 | 500万美金 | Jafco | 未披露 | N.A. | N.A. | N.A. | N.A. |
| 2 | 2014年9月 | 500万美金 | Jafco | 未披露 | N.A. | N.A. | N.A. | N.A. |
| 3 | 2015年6月 | 3亿人民币 | IDG, Greenwoods | 15亿人民币 | N.A. | N.A. | N.A. | N.A. |
| 4 | 2016年6月 | 未披露 | Grandway Capital | 未披露 | N.A. | N.A. | N.A. | N.A. |
| 5 | 2018年7月 | 数亿美金 | Sequoia Capital China and Shunwei Capital | 25亿美金 | N.A. | 3,163 | N.A. | 0.8 |
| 6 | 2019年5月 | 5亿美金 | Management | 50亿美金 | 3,163 | 11,070 | 1.6 | 0.5 |
| 7 | 2020年8月 | 数亿美金 | Telesoft | 150亿美金 | 11,070 | 20,000 | 1.4 | 0.8 |
| 8 | 2021年11月 | 数亿美金 | Declaration Partners | 未披露 | 20,000 | 31,200 | N.A. | N.A. |
| 9 | 2022年10月 | 10亿美金 | General Atlantic, Pan Pacific Capital and Brookfield Growth | 990亿美金 | 31,200 | 44,616 | 3.2 | 2.2 |
| 10 | 2023年5月 | 20亿美金 | Sequoia, General Atlantic and Mubadala Investment Company | 660亿美金 | 44,616 | 61,570 | 1.5 | 1.1 |

资料来源：PitchBook Data，海通国际

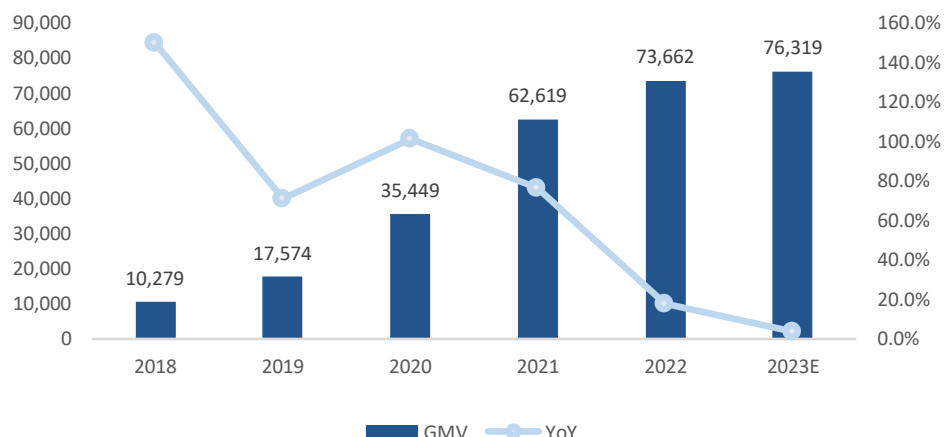
Shopee: 电商降速，但东南亚市场地位稳定，当前市值基本只反映电商业务估值

Sea 主要有三个平台：Garena、Shopee 和 SeaMoney，分别提供游戏、电商、和金融科技服务。公司 2009 年推出 Garena，主要从事游戏代理与发行。2012 年，该公司将业务扩展至 7 个市场，包括印度尼西亚、台湾、越南、泰国、菲律宾、马来西亚和新加坡。2014 年和 2015 年，该公司分别推出了金融科技平台 AirPay（后来更名为 SeaMoney）和电子商务平台 Shopee。2017 年 Garena 推出了自研游戏 Free Fire，是全球流水排名前十的游戏质疑，为公司带来了强劲的现金流。2022 年，Sea 营收达到 124 亿美元，增速 25%。游戏、电商、和金融科技对公司的收入贡献分别为 31%/59%/10%。

电商 GMV 在前几年高速增长，但进入 2023 年以来收到竞争以及宏观的影响已经明显降速，根据 VA 预测，2023 年 Shopee 电商 GMV 为 758 亿美金，增速仅为 3%。在盈利性上，1Q23 和 2Q23 公司其实实现了电商经调整后 EBITDA 转正（1Q23 首次转正），利润率分别为 10%和 7%，但近期公司表示，将继续在电商市场大量投入，预计 3Q 电商为亏损状态，后续的盈利情况也不明晰，对股价有一定折损。

在竞争上，Tiktok Shop 在 2023 年底受到印尼政府监管影响之前在东南亚来势凶猛，根据墨腾研究院的预测，预计 2023 年在东南亚地区实现 150 亿美金 GMV，较上一年翻 3 倍。市占已经在 2022 年达到 4.4%，2023 年市占接近 13%。

Shopee 历年 GMV 及增速 (单位: 百万美金)



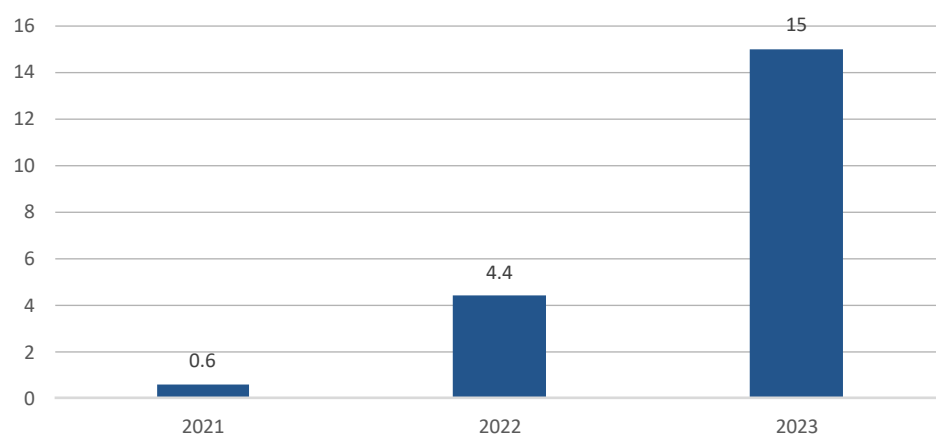
资料来源: 公司信息, 海通国际

东南亚市场主流电商平台的市占情况 (2022 年)

| | Shopee | Tokopedia | Lazada | TT | Amazon |
|-----------|--------|-----------|--------|----|--------|
| 印尼 | 36% | 35% | 10% | 5% | N.A. |
| 马来 | 78% | N.A. | 19% | 3% | N.A. |
| 越南 | 63% | N.A. | 23% | 4% | N.A. |
| 新加坡 | 53% | N.A. | 35% | 1% | 11% |
| 菲律宾 | 60% | N.A. | 36% | 4% | N.A. |
| 泰国 | 56% | N.A. | 40% | 4% | N.A. |
| Shopee 整体 | 48% | | | | |

资料来源: 墨腾

Tiktok Shop GMV 及预测 (单位: 十亿美金)



资料来源: 墨腾

在估值上, 我们基于 SoTP 和海通国际的预测数字, 对 Sea 给予电商 23 年 0.3x P/GMV, 游戏 23 年游戏 8x PER, 和金融科技 20x PER, 得到目标价 62 美元, 对应市值 370 亿美金。但实际上, 市场投资人主流观点仅给予了 Sea 电商估值, 因此当前市值 227 亿美金对应 23E/24E P/GMV 倍数为 0.30x/0.28x, 考虑进了 Shopee 增长乏力, 市占丢失, 以及盈利性不明确带来的下行风险。

Sea 估值

| 游戏 | 23财年 |
|-------------------|-----------|
| 收入 (百万美金) | 2,078 |
| 经营利润率 | 53% |
| 有效税率 | 20% |
| 净利润 (百万美金) | 881 |
| 估值倍数 | 8 |
| 对应估值 (十亿美金) | 7 |
| 稀释后股数 (百万) | 599 |
| 对应股价 (美金) | 12 |
| 电商 | 23财年 |
| GMV (十亿美金) | 76 |
| 电商收入 (百万美金) | 8,606 |
| P/GMV倍数 | 0.30 |
| 对应估值 (十亿美金) | 23 |
| 稀释后股数 (百万) | 599 |
| 对应股价 (美金) | 38 |
| 金融 | FY23 |
| 借贷收入 (百万美金) | 1,187 |
| 常态化净利润率 | 30% |
| PER倍数 | 20 |
| 对应估值 (十亿美金) | 7.1 |
| 稀释后股数 (百万) | 599 |
| 对应股价 (美金) | 12 |
| 整体目标价 (美金) | 62 |

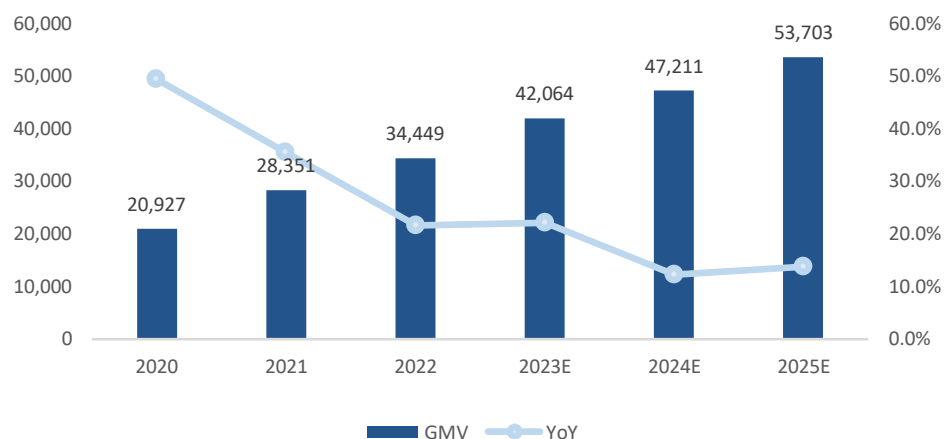
资料来源：海通国际

Mercado: 电商贡献市值不及金融业务

Mercado 1999 年成立于阿根廷，成立之初即进入阿根廷、巴西、墨西哥、乌拉圭 4 个国家，主要通过 Mercado Libre 提供电商平台服务。2003、2017 年，公司分别推出支付平台 Mercado Pago 和信贷业务 Mercado Credito。当前 Mercado Libre 已经成为拉美最大的电商平台，业务范围涵盖阿根廷、巴西、智利等 18 个国家，并覆盖物流、广告等服务。除电商及相关产品外，以支付及信贷为主的金融科技服务，也已成长为公司的主业。2022 年这个公司整体收入 105.4 亿美金，增速 49.1%；电商贡献 55% 收入，剩余由金融业务贡献。在盈利性层面，2022 年公司 EBITDA 层面盈利，产生了 14 亿利润，利润率是 13.6%。

电商的商业模式上，Mercado 以 3P 为主，向商家收取佣金及其他服务为主要收入来源，并有少量 1P 业务（~3%）。2022 年 Mercado GMV 达到 284 亿美元，刨除汇率影响，同比增长 48%，其中 3P GMV 贡献超过 90% 的 GMV 占比。

Mercado 历年 GMV 和预测 (单位: 百万美金)



资料来源：公司信息，Visible Alpha

市场对 Meli 主流的估值方式有两种：1) SoTP 估值，对电商部分基于 2024 年 GMV 上给予~1x P/GMV 倍数，同时对金融业务给予 2024 年~0.5x P/TPV 倍数；2) 基于整体在远期利润（26E 或者 27E）给予~30 倍 PER 倍数再折现回 23 年底。假设 2024 年公司金融业务的支付总额 2087 亿美金，给予 0.2x P/TPV，则金融业务占贡献市值 420 亿美金；公司目前总市值 601 亿美金，电商业务实际贡献市值 180 亿美金，对应 24E P/GMV 倍数是 0.39x。

Meli 市值拆分与估值倍数理解

| | |
|------------------|---------|
| 金融 | |
| 2023支付总额（百万美金） | 169,856 |
| 2024支付总额（百万美金） | 208,714 |
| 24E P/TPV倍数 | 0.2 |
| 对应市值（十亿美金） | 42 |
| 电商业务 | |
| 2023E GMV（百万美金） | 42,064 |
| 2024E GMV（百万美金） | 47,211 |
| 总市值（十亿美金） | |
| 电商市值（十亿美金） | 18 |
| 电商的市值占比 | 30.6% |
| 零售对应的24E P/GMV | 0.39 |

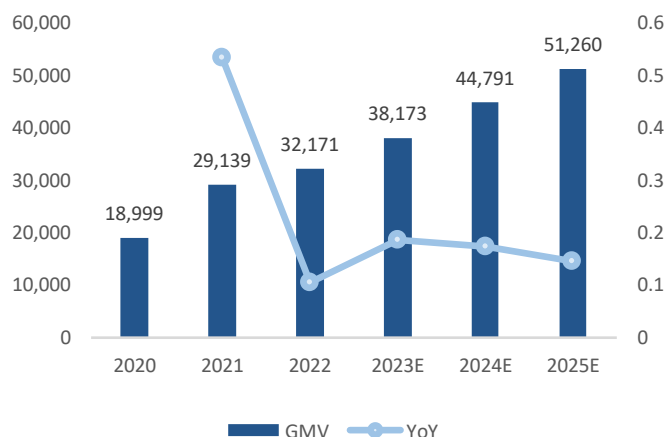
资料来源：Visible Alpha，海通国际
市值以 2023 年 10 月 30 日收盘价计算

Coupang: 电商降速，但市占提升，市场对整体 GMV（含外卖）给予估值

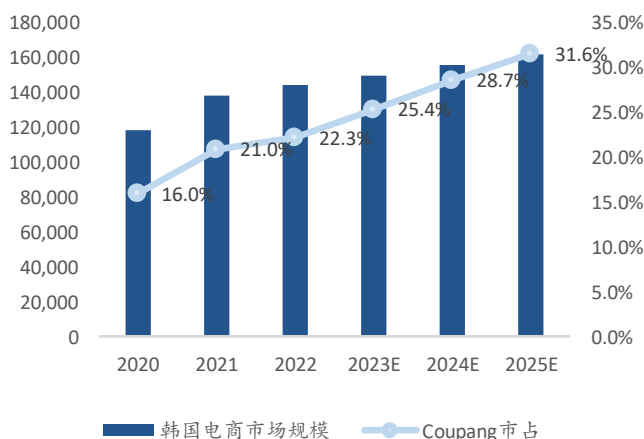
Coupang 是韩国全品类电商平台，2010 年创立于韩国首尔，2021 年于美股上市，是全球最大和发展最快的电商之一。其使命是创造一个“让客户认为离开了酷澎就无法生存的世界”。Coupang 的业务有两块，分别是（1）“商品交易”（Product Commerce），主要指核心电商业务和配送服务，以及（2）“新业务”（Growth Initiatives），包括外卖、国际以及金融服务等。2022 年 Coupang 年度活跃买家 1810 万，单用户平均每个季度贡献收入 432 美金；公司全年收入 206 亿美金，增速 11.8%；2022 年 GMV（含外卖）322 亿美金，增速 10%，其中外卖 GMV 大约 22 亿美金，占比约 7%；公司经调整后 EBITDA 在 2022 年首次转正，是 3.8 亿美金，经调整后 EBITDA 利润率为 1.9%。

电商的模式上，Coupang 的核心电商业务既有 1P 又有 3P，其中 1P 业务收入贡献高（2021 年 1P 商品销售收入计入 165 亿美金，占总收入比例 89.6%）；它的外卖业务目前是 3P 模式，另外电商平台还收取一部分会员服务费。在收入计入方式中，1P 收入被记为“商品销售收入”，3P 佣金收入和其他收入计入“佣金收入和其他”。

Coupang 历史 GMV 及预测 (含外卖, 单位: 百万美金)



Coupang 电商市占预测 (单位: 百万美金)



资料来源: VA, Statista, 海通国际

估值方式上, 市场主流的估值方式是 P/GMV, 基于 2023 年整体 GMV~20%增速状态下 (该 GMV 含外卖, 其中外卖高个位数 GMV 占比) 整体给予 P/GMV 倍数。之所以较少投资人对电商业务单独估值, 是因为 1) 外卖 GMV 占比并不高; 2) Coupang 目前以维持盈利性为主要目标, 其外卖业务实则在收缩状态, 并不会享受更高的估值溢价, 目前市场不会拆分两块业务分别估值。基于此, Coupang 最新收盘市值 303 亿美金, 对应 0.8x/0.7x 23E/24E P/GMV。

Coupang 估值情况

| 百万美金 | FY21A | FY22A | FY23E | FY24E | FY25E | FY26E | FY23-26 CAGR |
|-------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------------|
| 总收入 | 18,406 | 20,583 | 24,002 | 27,366 | 31,230 | 34,690 | 13.1% |
| GMV | 29,139 | 32,171 | 38,173 | 44,791 | 51,260 | 57,723 | 14.8% |
| 经调整后 EBITDA | -748 | 381 | 1,190 | 1,747 | 2,288 | 3,057 | 37.0% |
| PSR | 1.6 | 1.5 | 1.3 | 1.1 | 1.0 | 0.9 | |
| P/GMV | 1.0 | 0.9 | 0.8 | 0.7 | 0.6 | 0.5 | |

资料来源: Visible Alpha, 海通国际
收盘价市值日期为 2023/10/30

根据以上讨论, 我们认为 TEMU 还在高增速阶段, 其增速与 SheIn 有一定可比性。参考 SheIn 在 2022 年 GMV 还有 50%左右的增速, 2022 年的投后估值曾接近 1000 亿美金, P/GMV 为 3.2 倍, **forward P/GMV 是 2.2 倍**; 如今中概股的整体估值水平有所下降, 我们在 SheIn 当年的估值水平基础上给予 20%的折扣, 即采用 1.8 倍 forward P/GMV 给予 TEMU 估值。目前我们最新的 TEMU GMV 预测是 2023 全年 120 亿美金, 而明年翻倍, 达到 240 亿美金, 若采用 1.8 倍 P/GMV 倍数, 则贡献 432 亿美金市值, 对应贡献目标价 32 美金。

二、当下我们判断跨境电商相关监管对 TEMU 的影响甚微

我们同时梳理了海外相关跨境电商政策对 TEMU 展业的影响, 尤其是 TEMU 已经展业或者即将展业的国家与地区, 希望判断 TEMU 是否会有投资人最担心的“被清退”的风险。我们发现: 1) 大多数美国出台的政策/调研目前尚无后续推进, 推断与美国当局出台确定性政策通常所需流程比较繁琐和复杂有关; 2) 即使是已经出台的政策法规, 比如巴西的税收政策, 其他全球性跨境电商平台都在进入该市场时就遵循了当地政策, 比如 Shopee, 我们认为 TEMU 若希冀在当地展业, 也会遵循相关政策法规, 因此不应该构成被清退的风险。

海外跨境电商监管/政策梳理

| 国家 | 发布/提出时间 | 是否生效 | 实施时间（如有） | 部门/文件 | 内容 |
|------|------------|----------|-------------|--|--|
| 美国 | 2023-06-22 | 暂无后续 | | 美中战略竞争特设委员会 | 美国国会众议院美中战略竞争特设委员会6月22日发布报告，指控中国跨境电商巨头Shein和Temu违反美国关税规定，利用贸易漏洞向美国进口商品 |
| | 2023-06-16 | 暂无后续 | | 进口安全与公平法 (Import Security and Fairness Act) | 美国国会参众两院两议员 Earl Blumenauer等提出“进口安全与公平法”，计划将终止来自中国和俄罗斯的小额包裹继续享有免税待遇，同时要求美国海关和边境执法单位对于利用“小额包裹免税”管道入境美国的邮件必须取得更多信息 |
| | 2023-06-14 | 暂无后续 | | 2023年最低限度互惠法案 (De Minimis Reciprocity Act of 2023) | 美国参议院财政委员会成员Bill Cassidy和Tammy Baldwin于2023年6月14日提出一项“2023年最低限度互惠法案”，将低额免税待遇的上限维持在 800 美元，同时在互惠基础上设立更低的门槛水平，以阻止中国和其他国家滥用低价值包裹进口免关税的优惠，造成美国关税流失 |
| | 2023-04-14 | 暂无后续 | | 美中经济和安全审查委员会 (USCC) | 美国国会下属的美中经济和安全审查委员会（USCC）发布报告指责Shein通过直接向顾客寄送产品以利用800美元以下小件包裹免征美国进口关税的政策，规避美国对中国加征关税并避免海关监管，并指该免税政策为“海关漏洞”，提请美国国会慎重考虑和注意 |
| | 2021-12-23 | √ | 2022-06-21 | Uyghur Forced Labor Prevention Act (UFLPA) | 禁止新疆产品进入美国，除非进口商能够提供令人信服的证据，证明产品不含强迫劳动 |
| | 2018-03-06 | | | 美国海关 (CBP) | CBP 发布电子商务战略方针 (CBP E-Commerce Strategic Plan)，提出加强法律监管能力，提升调整有关CBP业务环节以应对电商增长创造的供应链动态，推动私营部门合规性，促进国际电商交易标准提升 |
| | 2016-02-24 | √ | 2016-03-10 | 321条款 (Section 321) | 每人每日进口货物（除礼品或家庭生活用品）低额豁免关税额度 (de minimis) 从累计金额200美元提高到累计金额800美元 |
| 巴西 | 2023-06-30 | √ | 2023-08-01 | 巴西税务合规计划 (Programa Remessa Conforme), from巴西国税局 | 参与计划的平台可享50美元以下进口商品免关税，所有低于 50 美元的进口商品需在免税基础上缴纳 17% 的 ICMS 税；所有高于 50 美元的进口商品需要缴纳 60% 的关税，还需缴纳 17% 的 ICMS 税 |
| | 2023-04-10 | 和上一条是同一个 | | 巴西财政部 | 巴西财政部部长Fernando Haddad宣布，政府将很快出台相关政策以取消对跨境平台购物低于50美元免税的政策 |
| 印尼 | 2023-09-27 | √ | 2023-09-27 | 印尼贸易部 | 禁止社交媒体平台上的电子商务交易 |
| | 2023-09-26 | √ | 2023-09-26 | 印尼贸易部 | 禁止电商平台直接销售价格低于100美元的进口产品 |
| | 2020-8 | √ | 2020-8 | 印尼海关 | 要求进出口货件需提供收件人的个人或者企业身份认证信息（税务号码、身份证号或护照号） |
| | 2020-01-01 | √ | 2020-01-01 | 印尼财政部 | 自2020年1月1日起，跨境电商商品进口税起征数额从75美元降至3美元 |
| 马来西亚 | 2023-10-07 | 暂无后续 | | 马来西亚通信和数字部 | 马来西亚通信和数字部长法米表示，马来西亚政府将同步关注“印尼政府禁止TikTok电商业务”的计划，同时将考虑将在马来西亚本土制定适当的措施 |
| | 2023-01-06 | √ | 2023-04-01 | 马来西亚海关 | 从2023年4月1日起，马来西亚将对该国网上销售的低价值商品（LVG）征收10%的销售税 |
| | 2023-01-04 | √ | 2023-01-01 | 马来西亚海关 | 一年内国外低价值商品(LVG)总销售价值超过50万令吉（马来西亚货币单位）的网店卖家（无论是国内个人还是国外卖家），必须进行卖家注册 |
| 欧洲 | 2023-05-24 | 暂无后续 | | 欧盟委员会 | 欧盟委员会发布关税改革提案，计划取消目前150欧元以下进口货物免税的政策 |
| | 2022-10-27 | √ | 2024年2月全面实施 | 数字服务法案 (DSA) | 要求互联网企业在打击虚假信息、网络仇恨、儿童色情、假冒商品等方面履行更多义务，涉及包括推特、脸书、YouTube、Instagram、亚马逊、TikTok和阿里巴巴旗下的全球速卖通的19家平台。如上述企业未能履行义务，将支付最高相当于其全球营业额6%的罚款，甚至可能在欧盟内遭到禁用 |
| | 2022-10-12 | √ | 2024年3月全面实施 | 数字市场法案 (DMA) | 限制被认定为“看门人”的科技巨头，使欧盟委员会能够对其进行市场调查并制裁其不合规行为。“看门人”企业指那些提供社交网络、搜索引擎等“核心平台服务”的大企业，其市值至少为750亿欧元或年营业额75亿欧元，还需在欧盟每月至少有4500万终端用户，每年有1万名商业用户。违反《数字市场法案》将面临高达其前一财政年度全球年营业额最多10%的罚款以及高达20%的再犯罚款 |
| | 2021-06-28 | √ | 2021-07-01 | 欧盟委员会 | 取消货值22欧元以下包裹免征增值税规定，对所有进口到欧盟货物均征收增值税；在欧盟境内销售价值达到10,000欧元的线上商品或服务供应商须按照该国的增值税率缴税；针对于在平台商城销售的跨境产品采取平台代扣代缴制度 |

资料来源：路透社，USCC，海通国际

APPENDIX 1

We studied several EC platforms around the world and tried to find implication for us to value TEMU. Based on the above discussion, we believe that TEMU is still in a high growth pace, comparable to SheIn. Referring to SheIn's GMV growth rate of about 50%YoY in 2022, the post money valuation in 2022 was close to \$100 billion, with a P/GMV of 3.2x and a forward P/GMV of 2.2x. We offer a 20% discount on SheIn's valuation level, which is to use a 1.8x forward P/GMV valuation for TEMU. At present, our latest TEMU GMV forecast is 12 billion US dollars for 2023, which will double its size next year to reach 24 billion US dollars. If we use a 1.8 times P/GMV multiple, it will contribute 43.2 billion US dollars to market cap, corresponding to a target contribution price of 32 US dollars.

附录 APPENDIX

重要信息披露

本研究报告由海通国际分销，海通国际是由海通国际研究有限公司 (HTIRL)，Haitong Securities India Private Limited (HSIPL)，Haitong International Japan K.K. (HTIJKK) 和海通国际证券有限公司 (HTISCL) 的证券研究团队所组成的全球品牌，海通国际证券集团 (HTISG) 各成员分别在其许可的司法管辖区内从事证券活动。

IMPORTANT DISCLOSURES

This research report is distributed by Haitong International, a global brand name for the equity research teams of Haitong International Research Limited ("HTIRL"), Haitong Securities India Private Limited ("HSIPL"), Haitong International Japan K.K. ("HTIJKK"), Haitong International Securities Company Limited ("HTISCL"), and any other members within the Haitong International Securities Group of Companies ("HTISG"), each authorized to engage in securities activities in its respective jurisdiction.

HTIRL 分析师认证 Analyst Certification:

我，Natalie Wu，在此保证 (i) 本研究报告中的意见准确反映了我们对本研究中提及的任何或所有目标公司或上市公司的个人观点，并且 (ii) 我的报酬中没有任何部分与本研究报告中表达的具体建议或观点直接或间接相关；及就此报告中所讨论目标公司的证券，我们（包括我们的家属）在其中均不持有任何财务利益。我和我的家属（我已经告知他们）将不会在本研究报告发布后的 3 个工作日内交易此研究报告所讨论目标公司的证券。I, Natalie Wu, certify that (i) the views expressed in this research report accurately reflect my personal views about any or all of the subject companies or issuers referred to in this research and (ii) no part of my compensation was, is or will be directly or indirectly related to the specific recommendations or views expressed in this research report; and that I (including members of my household) have no financial interest in the security or securities of the subject companies discussed. I and my household, whom I have already notified of this, will not deal in or trade any securities in respect of the issuer that I review within 3 business days after the research report is published.

我，Jasmine Bai，在此保证 (i) 本研究报告中的意见准确反映了我们对本研究中提及的任何或所有目标公司或上市公司的个人观点，并且 (ii) 我的报酬中没有任何部分与本研究报告中表达的具体建议或观点直接或间接相关；及就此报告中所讨论目标公司的证券，我们（包括我们的家属）在其中均不持有任何财务利益。我和我的家属（我已经告知他们）将不会在本研究报告发布后的 3 个工作日内交易此研究报告所讨论目标公司的证券。I, Jasmine Bai, certify that (i) the views expressed in this research report accurately reflect my personal views about any or all of the subject companies or issuers referred to in this research and (ii) no part of my compensation was, is or will be directly or indirectly related to the specific recommendations or views expressed in this research report; and that I (including members of my household) have no financial interest in the security or securities of the subject companies discussed. I and my household, whom I have already notified of this, will not deal in or trade any securities in respect of the issuer that I review within 3 business days after the research report is published.

利益冲突披露 Conflict of Interest Disclosures

海通国际及其某些关联公司可从事投资银行业务和/或对本研究中的特定股票或公司进行做市或持有自营头寸。就本研究报告而言，以下是有关该等关系的披露事项（以下披露不能保证及时无遗漏，如需了解及时全面信息，请发邮件至 ERD-Disclosure@htisec.com）

HTI and some of its affiliates may engage in investment banking and / or serve as a market maker or hold proprietary trading positions of certain stocks or companies in this research report. As far as this research report is concerned, the following are the disclosure matters related to such relationship (As the following disclosure does not ensure timeliness and completeness, please send an email to ERD-Disclosure@htisec.com if timely and comprehensive information is needed).

阿里巴巴（北京）软件服务有限公司, 阿里巴巴（成都）软件技术有限公司, 阿里巴巴（中国）网络技术有限公司, 杭州阿里巴巴泽泰信息技术有限公司, ACM RESEARCH, INC. 及 SEAVI ADVENT EQUITY PTE. LTD. 目前或过去 12 个月内是海通的客户。海通向客户提供非投资银行业务的证券相关业务服务。

阿里巴巴（北京）软件服务有限公司, 阿里巴巴（成都）软件技术有限公司, 阿里巴巴（中国）网络技术有限公司, 杭州阿里巴巴泽泰信息技术有限公司, ACM RESEARCH, INC. and SEAVI ADVENT EQUITY PTE. LTD. are/were a client of Haitong currently or within the past 12 months. The client has been provided for non-investment-banking securities-related services.

海通在过去的 12 个月中从阿里巴巴（北京）软件服务有限公司, 阿里巴巴（成都）软件技术有限公司, 阿里巴巴（中国）网络技术有限公司及杭州阿里巴巴泽泰信息技术有限公司获得除投资银行服务以外之产品或服务的报酬。

Haitong has received compensation in the past 12 months for products or services other than investment banking from 阿里巴巴（北京）软件服务有限公司, 阿里巴巴（成都）软件技术有限公司, 阿里巴巴（中国）网络技术有限公司 and 杭州阿里巴巴泽泰信息技术有限公司。

评级定义（从 2020 年 7 月 1 日开始执行）：

海通国际（以下简称“HTI”）采用相对评级系统来为投资者推荐我们覆盖的公司：优于大市、中性或弱于大市。投资者应仔细阅读 HTI 的评级定义。并且 HTI 发布分析师观点的完整信息，投资者应仔细阅读全文而非仅看评级。在任何情况下，分析师的评级和研究都不能作为投资建议。投资者的买卖股票的决策应基于各自情况（比如投资者的现有持仓）以及其他因素。

分析师股票评级

优于大市，未来 12-18 个月内预期相对基准指数涨幅在 10% 以上，基准定义如下

中性，未来 12-18 个月内预期相对基准指数变化不大，基准定义如下。根据 FINRA/NYSE 的评级分布规则，我们会将中性评级划入持有这一类别。

弱于大市，未来 12-18 个月内预期相对基准指数跌幅在 10% 以上，基准定义如下

各地股票基准指数：日本 – TOPIX, 韩国 – KOSPI, 台湾 – TAIEX, 印度 – Nifty100, 美国 – SP500; 其他所有中国概念股 – MSCI China.

评级分布 Rating Distribution

Ratings Definitions (from 1 Jul 2020):

Haitong International uses a relative rating system using Outperform, Neutral, or Underperform for recommending the stocks we cover to investors. Investors should carefully read the definitions of all ratings used in Haitong International Research. In addition, since Haitong International Research contains more complete information concerning the analyst's views, investors should carefully read Haitong International Research, in its entirety, and not infer the contents from the rating alone. In any case, ratings (or research) should not be used or relied upon as investment advice. An investor's decision to buy or sell a stock should depend on individual circumstances (such as the investor's existing holdings) and other considerations.

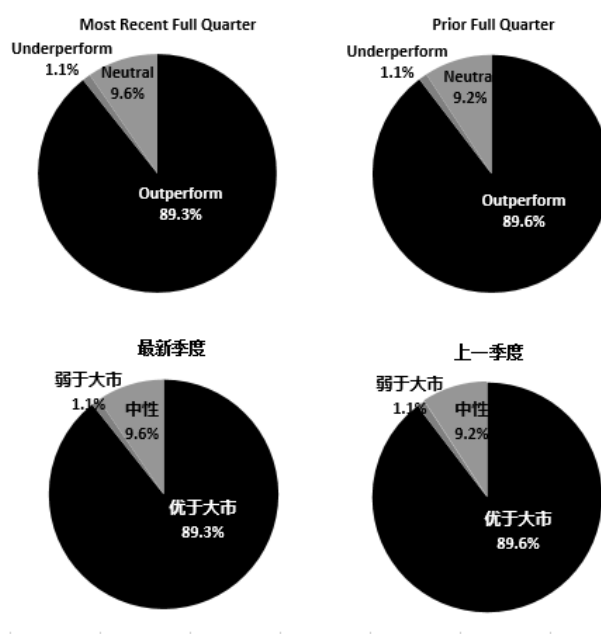
Analyst Stock Ratings

Outperform: The stock's total return over the next 12-18 months is expected to exceed the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below.

Neutral: The stock's total return over the next 12-18 months is expected to be in line with the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below. For purposes only of FINRA/NYSE ratings distribution rules, our Neutral rating falls into a hold rating category.

Underperform: The stock's total return over the next 12-18 months is expected to be below the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below.

Benchmarks for each stock's listed region are as follows: Japan – TOPIX, Korea – KOSPI, Taiwan – TAIEX, India – Nifty100, US – SP500; for all other China-concept stocks – MSCI China.



截至 2023 年 9 月 30 日海通国际股票研究评级分布

| | 优于大市 | 中性 (持有) | 弱于大市 |
|-------------|-------|------------|-------|
| 海通国际股票研究覆盖率 | 89.3% | 1.1% | 9.6% |
| 投资银行客户* | 3.9% | 5.8% | 10.0% |

*在每个评级类别里投资银行客户所占的百分比。

上述分布中的买入，中性和卖出分别对应我们当前优于大市，中性和落后大市评级。

只有根据 FINRA/NYSE 的评级分布规则，我们才将中性评级划入持有这一类别。请注意在上表中不包含非评级的股票。

此前的评级系统定义（直至 2020 年 6 月 30 日）：

买入，未来 12-18 个月内预期相对基准指数涨幅在 10%以上，基准定义如下

中性，未来 12-18 个月内预期相对基准指数变化不大，基准定义如下。根据 FINRA/NYSE 的评级分布规则，我们会将中性评级划入持有这一类别。

卖出，未来 12-18 个月内预期相对基准指数跌幅在 10%以上，基准定义如下

各地股票基准指数：日本 – TOPIX, 韩国 – KOSPI, 台湾 – TAIEX, 印度 – Nifty100; 其他所有中国概念股 – MSCI China.

Haitong International Equity Research Ratings Distribution, as of September 30, 2023

| | Outperform | Neutral (hold) | Underperform |
|------------------------------|------------|-------------------|--------------|
| HTI Equity Research Coverage | 89.3% | 1.1% | 9.6% |
| IB clients* | 3.9% | 5.8% | 10.0% |

*Percentage of investment banking clients in each rating category.

BUY, Neutral, and SELL in the above distribution correspond to our current ratings of Outperform, Neutral, and Underperform.

For purposes only of FINRA/NYSE ratings distribution rules, our Neutral rating falls into a hold rating category. Please note that stocks with an NR designation are not included in the table above.

Previous rating system definitions (until 30 Jun 2020):

BUY: The stock's total return over the next 12-18 months is expected to exceed the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below.

NEUTRAL: The stock's total return over the next 12-18 months is expected to be in line with the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below. For purposes only of FINRA/NYSE ratings distribution rules, our Neutral rating falls into a hold rating category.

SELL: The stock's total return over the next 12-18 months is expected to be below the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below.

Benchmarks for each stock's listed region are as follows: Japan – TOPIX, Korea – KOSPI, Taiwan – TAIEX, India – Nifty100; for all other China-concept stocks – MSCI China.

海通国际非评级研究：海通国际发布计量、筛选或短篇报告，并在报告中根据估值和其他指标对股票进行排名，或者基于可能的估值倍数提出建议价格。这种排名或建议价格并非为

Haitong International Non-Rated Research: Haitong International publishes quantitative, screening or short reports which may rank stocks according to valuation and other metrics or may suggest prices based on possible valuation multiples. Such rankings or suggested prices do not purport to be stock ratings or target prices or fundamental values and are for information only.

海通国际 A 股覆盖: 海通国际可能会就沪港通及深港通的中国 A 股进行覆盖及评级。海通证券 (600837.CH), 海通国际于上海的母公司, 也会于中国发布中国 A 股的研究报告。但是, 海通国际使用与海通证券不同的评级系统, 所以海通国际与海通证券的中国 A 股评级可能有所不同。

Haitong International Coverage of A-Shares: Haitong International may cover and rate A-Shares that are subject to the Hong Kong Stock Connect scheme with Shanghai and Shenzhen. Haitong Securities (HS; 600837 CH), the ultimate parent company of HTISG based in Shanghai, covers and publishes research on these same A-Shares for distribution in mainland China. However, the rating system employed by HS differs from that used by HTI and as a result there may be a difference in the HTI and HS ratings for the same A-share stocks.

海通国际优质 100 A 股 (Q100) 指数: 海通国际 Q100 指数是一个包括 100 支由海通证券覆盖的优质中国 A 股的计量产品。这些股票是通过基于质量的筛选过程, 并结合对海通证券 A 股团队自下而上的研究。海通国际每季对 Q100 指数成分作出复审。

Haitong International Quality 100 A-share (Q100) Index: HTI's Q100 Index is a quant product that consists of 100 of the highest-quality A-shares under coverage at HS in Shanghai. These stocks are carefully selected through a quality-based screening process in combination with a review of the HS A-share team's bottom-up research. The Q100 constituent companies are reviewed quarterly.

盟浪义利 (FIN-ESG) 数据通免责声明条款: 在使用盟浪义利 (FIN-ESG) 数据之前, 请务必仔细阅读本条款并同意本声明:

第一条 义利 (FIN-ESG) 数据系由盟浪可持续数字科技有限责任公司 (以下简称“本公司”) 基于合法取得的公开信息评估而成, 本公司对信息的准确性及完整性不作任何保证。对公司的评估结果仅供参考, 并不构成对任何个人或机构投资建议, 也不能作为任何个人或机构购买、出售或持有相关金融产品的依据。本公司不对任何个人或机构投资者因使用本数据表述的评估结果造成的任何直接或间接损失负责。

第二条 盟浪并不因收到此评估数据而将收件人视为客户, 收件人使用此数据时应根据自身实际情况作出自我独立判断。本数据所载内容反映的是盟浪在最初发布本数据日期当日的判断, 盟浪有权在不发出通知的情况下更新、修订与发出其他与本数据所载内容不一致或有不同结论的数据。除非另行说明, 本数据 (如财务业绩数据等) 仅代表过往表现, 过往的业绩表现不作为日后回报的预测。

第三条 本数据版权归本公司所有, 本公司依法保留各项权利。未经本公司事先书面许可授权, 任何个人或机构不得将本数据中的评估结果用于任何营利性目的, 不得对本数据进行修改、复制、编译、汇编、再次编辑、改编、删减、缩写、节选、发行、出租、展览、表演、放映、广播、信息网络传播、摄制、增加图标及说明等, 否则因此给盟浪或其他第三方造成损失的, 由用户承担相应的赔偿责任, 盟浪不承担责任。

第四条 如本免责声明未约定, 而盟浪网站平台载明的其他协议内容 (如《盟浪网站用户注册协议》《盟浪网用户服务 (含认证) 协议》《盟浪网隐私政策》等) 有约定的, 则按其他协议的约定执行; 若本免责声明与其他协议约定存在冲突或不一致的, 则以本免责声明约定为准。

SusallWave FIN-ESG Data Service Disclaimer: Please read these terms and conditions below carefully and confirm your agreement and acceptance with these terms before using SusallWave FIN-ESG Data Service.

1. FIN-ESG Data is produced by SusallWave Digital Technology Co., Ltd. (In short, SusallWave)'s assessment based on legal publicly accessible information. SusallWave shall not be responsible for any accuracy and completeness of the information. The assessment result is for reference only. It is not for any investment advice for any individual or institution and not for basis of purchasing, selling or holding any relative financial products. We will not be liable for any direct or indirect loss of any individual or institution as a result of using SusallWave FIN-ESG Data.

2. SusallWave do not consider recipients as customers for receiving these data. When using the data, recipients shall make your own independent judgment according to your practical individual status. The contents of the data reflect the judgment of us only on the release day. We have right to update and amend the data and release other data that contains inconsistent contents or different conclusions without notification. Unless expressly stated, the data (e.g., financial performance data) represents past performance only and the past performance cannot be viewed as the prediction of future return.

3. The copyright of this data belongs to SusallWave, and we reserve all rights in accordance with the law. Without the prior written permission of our company, none of individual or institution can use these data for any profitable purpose. Besides, none of individual or institution can take actions such as amendment, replication, translation, compilation, re-editing, adaption, deletion, abbreviation, excerpts, issuance, rent, exhibition, performance, projection, broadcast, information network transmission, shooting, adding icons and instructions. If any loss of SusallWave or any third-party is caused by those actions, users shall bear the corresponding compensation liability. SusallWave shall not be responsible for any loss.

4. If any term is not contained in this disclaimer but written in other agreements on our website (e.g. *User Registration Protocol of SusallWave Website*, *User Service (including authentication) Agreement of SusallWave Website*, *Privacy Policy of Susallwave Website*), it should be executed according to other agreements. If there is any difference between this disclaimer and other agreements, this disclaimer shall be applied.

重要免责声明:

非印度证券的研究报告: 本报告由海通国际证券集团有限公司 (“HTISGL”) 的全资附属公司海通国际研究有限公司 (“HTIRL”) 发行, 该公司是根据香港证券及期货条例 (第 571 章) 持有第 4 类受规管活动 (就证券提供意见) 的持牌法团。该研究报告在 HTISGL 的全资附属公司 Haitong International (Japan) K.K. (“HTIJK”) 的协助下发行, HTIJK 是由日本关东财务局监管为投资顾问。

印度证券的研究报告: 本报告由从事证券交易、投资银行及证券分析及受 Securities and Exchange Board of India (“SEBI”) 监管的 Haitong Securities India Private Limited (“HTSIPL”) 所发行, 包括制作及发布涵盖 BSE Limited (“BSE”) 和 National Stock Exchange of India Limited (“NSE”) 上市公司 (统称为「印度交易所」) 的研究报告。HTSIPL 于 2016 年 12 月 22 日被收购并成为海通国际证券集团有限公司 (“HTISG”) 的一部分。

所有研究报告均以海通国际为名作为全球品牌, 经许可由海通国际证券股份有限公司及/或海通国际证券集团的其他成员在其司法管辖区发布。

本文件所载信息和观点已被编译或源自可靠来源，但 HTIRL、HTISCL 或任何其他属于海通国际证券集团有限公司（“HTISG”）的成员对其准确性、完整性和正确性不做任何明示或暗示的

不应被解释为对证券买卖的明示或暗示地出价或征价。在某些司法管辖区，本文件中提及的证券可能无法进行买卖。如果投资产品以投资者本国货币以外的币种进行计价，则汇率变化可能会对投资产生不利影响。过去的表现并不一定代表将来的结果。某些特定交易，包括设计金融衍生工具的，有产生重大风险的可能性，因此并不适合所有的投资者。您还应认识到本文件中的建议并非为您量身定制。分析师并未考虑到您自身的财务情况，如您的财务状况和风险偏好。因此您必须自行分析并在适用的情况下咨询自己的法律、税收、会计、金融和其他方面的专业顾问，以期在投资之前评估该项建议是否适合于您。若由于使用本文件所载的材料而产生任何直接或间接的损失，HTISG 及其董事、雇员或代理人对此均不承担任何责任。

除对本文内容承担责任的分析师除外，HTISG 及我们的关联公司、高级管理人员、董事和雇员，均可不时作为主事人就本文件所述的任何证券或衍生品持有长仓或短仓以及进行买卖。HTISG 的销售员、交易员和其他专业人士均可向 HTISG 的相关客户和公司提供与本文件所述意见相反的口头或书面市场评论意见或交易策略。HTISG 可做出与本文件所述建议或意见不一致的投资决策。但 HTIRL 没有义务确保本文件的收件人了解到该等交易决定、思路或建议。

请访问海通国际网站 www.equities.htisec.com，查阅更多有关海通国际为预防和避免利益冲突设立的组织和行政安排的内容信息。

非美国分析师披露信息：本项研究首页上列明的海通国际分析师并未在 FINRA 进行注册或者取得相应的资格，并且不受美国 FINRA 有关与本项研究目标公司进行沟通、公开露面和自营证券交易的第 2241 条规则之限制。

IMPORTANT DISCLAIMER

For research reports on non-Indian securities: The research report is issued by Haitong International Research Limited (“HTIRL”), a wholly owned subsidiary of Haitong International Securities Group Limited (“HTISGL”) and a licensed corporation to carry on Type 4 regulated activity (advising on securities) for the purpose of the Securities and Futures Ordinance (Cap. 571) of Hong Kong, with the assistance of Haitong International (Japan) K.K. (“HTIJK”), a wholly owned subsidiary of HTISGL and which is regulated as an Investment Adviser by the Kanto Finance Bureau of Japan.

For research reports on Indian securities: The research report is issued by Haitong Securities India Private Limited (“HSIPL”), an Indian company and a Securities and Exchange Board of India (“SEBI”) registered Stock Broker, Merchant Banker and Research Analyst that, inter alia, produces and distributes research reports covering listed entities on the BSE Limited (“BSE”) and the National Stock Exchange of India Limited (“NSE”) (collectively referred to as “Indian Exchanges”). HSIPL was acquired and became part of the Haitong International Securities Group of Companies (“HTISG”) on 22 December 2016.

All the research reports are globally branded under the name Haitong International and approved for distribution by Haitong International Securities Company Limited (“HTISCL”) and/or any other members within HTISG in their respective jurisdictions.

The information and opinions contained in this research report have been compiled or arrived at from sources believed to be reliable and in good faith but no representation or warranty, express or implied, is made by HTIRL, HTISCL, HSIPL, HTIJK or any other members within HTISG from which this research report may be received, as to their accuracy, completeness or correctness. All opinions expressed herein are as of the date of this research report and are subject to change without notice. This research report is for information purpose only. Descriptions of any companies or their securities mentioned herein are not intended to be complete and this research report is not, and should not be construed expressly or impliedly as, an offer to buy or sell securities. The securities referred to in this research report may not be eligible for purchase or sale in some jurisdictions. If an investment product is denominated in a currency other than an investor's home currency, a change in exchange rates may adversely affect the investment. Past performance is not necessarily indicative of future results. Certain transactions, including those involving derivatives, give rise to substantial risk and are not suitable for all investors. You should also bear in mind that recommendations in this research report are not tailor-made for you. The analyst has not taken into account your unique financial circumstances, such as your financial situation and risk appetite. You must, therefore, analyze and should, where applicable, consult your own legal, tax, accounting, financial and other professional advisers to evaluate whether the recommendations suits you before investment. Neither HTISG nor any of its directors, employees or agents accepts any liability whatsoever for any direct or consequential loss arising from any use of the materials contained in this research report.

HTISG and our affiliates, officers, directors, and employees, excluding the analysts responsible for the content of this document, will from time to time have long or short positions in, act as principal in, and buy or sell, the securities or derivatives, if any, referred to in this research report. Sales, traders, and other professionals of HTISG may provide oral or written market commentary or trading strategies to the relevant clients and the companies within HTISG that reflect opinions that are contrary to the opinions expressed in this research report. HTISG may make investment decisions that are inconsistent with the recommendations or views expressed in this research report. HTI is under no obligation to ensure that such other trading decisions, ideas or recommendations are brought to the attention of any recipient of this research report.

Please refer to HTI's website www.equities.htisec.com for further information on HTI's organizational and administrative arrangements set up for the prevention and avoidance of conflicts of interest with respect to Research.

Non U.S. Analyst Disclosure: The HTI analyst(s) listed on the cover of this Research is (are) not registered or qualified as a research analyst with FINRA and are not subject to U.S. FINRA Rule 2241 restrictions on communications with companies that are the subject of the Research; public appearances; and trading securities by a research analyst.

分发和地区通知：

除非下文另有规定，否则任何希望讨论本报告或者就本项研究中讨论的任何证券进行任何交易的收件人均应联系其所在国家或地区的海通国际销售人员。

香港投资者的通知事项：海通国际证券股份有限公司（“HTISCL”）负责分发该研究报告，HTISCL 是在香港有权实施第 1 类受规管活动（从事证券交易）的特牌公司。该研究报告并不构成《证券及期货条例》（香港法例第 571 章）（以下简称“SFO”）所界定的要约邀请，证券要约或公众要约。本研究报告仅提供给 SFO 所界定的“专业投资者”。本研究报告未经过证券及期货事务监察委员会的审查。您不应仅根据本研究报告中所载的信息做出投资决定。本研究报告的收件人就研究报告中产生或与之相关的任何事宜请联系 HTISCL 销售人员。

美国投资者的通知事项：本研究报告由 HTIRL、HSIPL 或 HTIJK 编写。HTIRL、HSIPL、HTIJK 以及任何非 HTISG 美国联营公司，均未在美国注册，因此不受美国关于研究报告编制和研究分析人员独立性规定的约束。本研究报告提供给依照 1934 年“美国证券交易法”第 15a-6 条规定的豁免注册的「美国主要机构投资者」（“Major U.S. Institutional Investor”）和「机构投资者」（“U.S. Institutional Investors”）。在向美国机构投资者分发研究报告时，Haitong International Securities (USA) Inc.（“HTI USA”）将对报告的内容负责。任何收到本研究报告的美国投资者，希望根据本研究报告提供的信息进行任何证券或相关金融工具买卖的交易，只能通过 HTI USA。HTI USA 位于 340 Madison Avenue, 12th Floor, New York, NY 10173, 电话（212）351-6050。HTI USA 是在美国于 U.S. Securities and Exchange Commission（“SEC”）注册的经纪商，也是 Financial Industry Regulatory Authority, Inc.（“FINRA”）的成员。HTIUSA 不负责编写

本研究报告，也不负责其中包含的分析。在任何情况下，收到本研究报告的任何美国投资者，不得直接与分析师直接联系，也不得通过 HSIPL, HTIRL 或 HTIJKK 直接进行买卖证券或相关金融工具的交易。本研究报告中出现的 HSIPL, HTIRL 或 HTIJKK 分析师没有注册或具备 FINRA 的研究分析师资格，因此可能不受 FINRA 第 2241 条规定的与目标公司的交流，公开露面和分析师账户持有的交易证券等限制。投资本研究报告中讨论的任何非美国证券或相关金融工具（包括 ADR）可能存在一定风险。非美国发行的证券可能没有注册，或不受美国法规的约束。有关非美国证券或相关金融工具的信息可能有限。外国公司可能不受审计和汇报的标准以及与美国境内生效相符的监管要求。本研究报告中以美元以外的其他货币计价的任何证券或相关金融工具的投资或收益的价值受汇率波动的影响，可能对该等证券或相关金融工具的价值或收入产生正面或负面影响。美国收件人的所有问询请联系：

Haitong International Securities (USA) Inc.
340 Madison Avenue, 12th Floor
New York, NY 10173
联系人电话：(212) 351 6050

DISTRIBUTION AND REGIONAL NOTICES

Except as otherwise indicated below, any Recipient wishing to discuss this research report or effect any transaction in any security discussed in HTI's research should contact the Haitong International salesperson in their own country or region.

Notice to Hong Kong investors: The research report is distributed by Haitong International Securities Company Limited ("HTISCL"), which is a licensed corporation to carry on Type 1 regulated activity (dealing in securities) in Hong Kong. This research report does not constitute a solicitation or an offer of securities or an invitation to the public within the meaning of the SFO. This research report is only to be circulated to "Professional Investors" as defined in the SFO. This research report has not been reviewed by the Securities and Futures Commission. You should not make investment decisions solely on the basis of the information contained in this research report. Recipients of this research report are to contact HTISCL salespersons in respect of any matters arising from, or in connection with, the research report.

Notice to U.S. investors: As described above, this research report was prepared by HTIRL, HSIPL or HTIJKK. Neither HTIRL, HSIPL, HTIJKK, nor any of the non U.S. HTISG affiliates is registered in the United States and, therefore, is not subject to U.S. rules regarding the preparation of research reports and the independence of research analysts. This research report is provided for distribution to "major U.S. institutional investors" and "U.S. institutional investors" in reliance on the exemption from registration provided by Rule 15a-6 of the U.S. Securities Exchange Act of 1934, as amended. When distributing research reports to "U.S. institutional investors," HTI USA will accept the responsibilities for the content of the reports. Any U.S. recipient of this research report wishing to effect any transaction to buy or sell securities or related financial instruments based on the information provided in this research report should do so only through Haitong International Securities (USA) Inc. ("HTI USA"), located at 340 Madison Avenue, 12th Floor, New York, NY 10173, USA; telephone (212) 351 6050. HTI USA is a broker-dealer registered in the U.S. with the U.S. Securities and Exchange Commission (the "SEC") and a member of the Financial Industry Regulatory Authority, Inc. ("FINRA"). HTI USA is not responsible for the preparation of this research report nor for the analysis contained therein. Under no circumstances should any U.S. recipient of this research report contact the analyst directly or effect any transaction to buy or sell securities or related financial instruments directly through HSIPL, HTIRL or HTIJKK. The HSIPL, HTIRL or HTIJKK analyst(s) whose name appears in this research report is not registered or qualified as a research analyst with FINRA and, therefore, may not be subject to FINRA Rule 2241 restrictions on communications with a subject company, public appearances and trading securities held by a research analyst account. Investing in any non-U.S. securities or related financial instruments (including ADRs) discussed in this research report may present certain risks. The securities of non-U.S. issuers may not be registered with, or be subject to U.S. regulations. Information on such non-U.S. securities or related financial instruments may be limited. Foreign companies may not be subject to audit and reporting standards and regulatory requirements comparable to those in effect within the U.S. The value of any investment or income from any securities or related financial instruments discussed in this research report denominated in a currency other than U.S. dollars is subject to exchange rate fluctuations that may have a positive or adverse effect on the value of or income from such securities or related financial instruments. All inquiries by U.S. recipients should be directed to:

Haitong International Securities (USA) Inc.
340 Madison Avenue, 12th Floor
New York, NY 10173
Attn: Sales Desk at (212) 351 6050

中华人民共和国的通知事项：在中华人民共和国（下称“中国”，就本报告目的而言，不包括香港特别行政区、澳门特别行政区和台湾）只有根据适用的中国法律法规而收到该材料的人员方可使用该材料。并且根据相关法律法规，该材料中的信息并不构成“在中国从事生产、经营活动”。本文件在中国并不构成相关证券的公共发售或认购。无论根据法律规定或其他任何规定，在取得中国政府所有的批准或许可之前，任何法人或自然人均不得直接或间接地购买本材料中的任何证券或任何权益权益。接收本文件的人员须遵守上述限制性规定。

加拿大投资者的通知事项：在任何情况下该等材料均不得被解释为在任何加拿大的司法管辖区内出售证券的要约或认购证券的要约邀请。本材料中所述证券在加拿大的任何要约或出售行为均只能在豁免向有关加拿大证券监管机构提交招股说明书的前提下由 Haitong International Securities (USA) Inc. ("HTI USA") 予以实施，该公司是一家根据 National Instrument 31-103 Registration Requirements, Exemptions and Ongoing Registrant Obligations ("NI 31-103") 的规定得到「国际交易商豁免」("International Dealer Exemption") 的交易商，位于艾伯塔省、不列颠哥伦比亚省、安大略省和魁北克省。在加拿大，该等材料在任何情况下均不得被解释为任何证券的招股说明书、发行备忘录、广告或公开发行。加拿大的任何证券委员会或类似的监管机构均未审查或以任何方式批准该等材料、其中所载的信息或所述证券的优点，任何与此相反的声明即属违法。在收到该等材料时，每个加拿大的收件人均将被视为属于 National Instrument 45-106 Prospectus Exemptions 第 1.1 节或者 Securities Act (Ontario) 第 73.3(1) 节所规定的「认可投资者」("Accredited Investor")，或者在适用情况下 National Instrument 31-103 第 1.1 节所规定的「许可投资者」("Permitted Investor")。

新加坡投资者的通知事项：本研究报告由 Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd ("HTISSPL") [公司注册编号 201311400G] 于新加坡提供。HTISSPL 是符合《财务顾问法》(第 110 章) ("FAA") 定义的豁免财务顾问，可 (a) 提供关于证券、集体投资计划的部分，交易所衍生品合约和场外衍生品合约的建议 (b) 发行或公布有关证券、交易所衍生品合约和场外衍生品合约的研究分析或研究报告。本研究报告仅提供给符合《证券及期货法》(第 289 章) 第 4A 条项下规定的机构投资者。对于因本研究报告而产生的或与之相关的任何问题，本研究报告的收件人应通过以下信息与 HTISSPL 联系：

Haitong International Securities (Singapore) Pte. Ltd

50 Raffles Place, #33-03 Singapore Land Tower, Singapore 048623

电话: (65) 6536 1920

日本投资者的通知事项: 本研究报告由海通国际证券有限公司所发布, 旨在分发给从事投资管理的金融服务提供商或注册金融机构(根据日本金融机构和交易法(“FIEL”))第 61 (1) 条, 第 17-11 (1) 条的执行及相关条款)。

英国及欧盟投资者的通知事项: 本报告由从事投资顾问的 Haitong International Securities Company Limited 所发布, 本报告只面向有投资相关经验的专业客户发布。任何投资或与本报告相关的投资行为只面对此类专业客户。没有投资经验或相关投资经验的客户不得依赖本报告。Haitong International Securities Company Limited 的分支机构的净长期或短期金融权益可能超过本研究报告中提及的实体已发行股本总额的 0.5%。特别提醒有些英文报告有可能此前已经通过中文或其它语言完成发布。

澳大利亚投资者的通知事项: Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd, Haitong International Securities Company Limited 和 Haitong International Securities (UK) Limited 分别根据澳大利亚证券和投资委员会(以下简称“ASIC”)公司(废除及过度性)文书第 2016/396 号规章在澳大利亚分发本项研究, 该等规章免除了根据 2001 年《公司法》在澳大利亚为批发客户提供金融服务时海通国际需持有澳大利亚金融服务许可的要求。ASIC 的规章副本可在以下网站获取: www.legislation.gov.au。海通国际提供的金融服务受外国法律法规规定的管制, 该等法律与在澳大利亚所适用的法律存在差异。

印度投资者的通知事项: 本报告由从事证券交易、投资银行及证券分析及受 Securities and Exchange Board of India (“SEBI”) 监管的 Haitong Securities India Private Limited (“HTSIPL”) 所发布, 包括制作及发布涵盖 BSE Limited (“BSE”) 和 National Stock Exchange of India Limited (“NSE”) (统称为「印度交易所」) 研究报告。

研究机构名称: Haitong Securities India Private Limited

SEBI 研究分析师注册号: INH000002590

地址: 1203A, Floor 12A, Tower 2A, One World Center

841 Senapati Bapat Marg, Elphinstone Road, Mumbai 400 013, India

CIN U74140MH2011FTC224070

电话: +91 22 43156800 传真: +91 22 24216327

合规和申诉办公室联系人: Prasanna Chandwaskar; 电话: +91 22 43156803; 电子邮箱: prasanna.chandwaskar@htisec.com

“请注意, SEBI 授予的注册和 NISM 的认证并不保证中介的表现或为投资者提供任何回报保证”。

本项研究仅供收件人使用, 未经海通国际的书面同意不得予以复制和再次分发。

版权所有: 海通国际证券集团有限公司 2019 年。保留所有权利。

People's Republic of China (PRC): In the PRC, the research report is directed for the sole use of those who receive the research report in accordance with the applicable PRC laws and regulations. Further, the information on the research report does not constitute "production and business activities in the PRC" under relevant PRC laws. This research report does not constitute a public offer of the security, whether by sale or subscription, in the PRC. Further, no legal or natural persons of the PRC may directly or indirectly purchase any of the security or any beneficial interest therein without obtaining all prior PRC government approvals or licenses that are required, whether statutorily or otherwise. Persons who come into possession of this research are required to observe these restrictions.

Notice to Canadian Investors: Under no circumstances is this research report to be construed as an offer to sell securities or as a solicitation of an offer to buy securities in any jurisdiction of Canada. Any offer or sale of the securities described herein in Canada will be made only under an exemption from the requirements to file a prospectus with the relevant Canadian securities regulators and only by Haitong International Securities (USA) Inc., a dealer relying on the "international dealer exemption" under National Instrument 31-103 Registration Requirements, Exemptions and Ongoing Registrant Obligations ("NI 31-103") in Alberta, British Columbia, Ontario and Quebec. This research report is not, and under no circumstances should be construed as, a prospectus, an offering memorandum, an advertisement or a public offering of any securities in Canada. No securities commission or similar regulatory authority in Canada has reviewed or in any way passed upon this research report, the information contained herein or the merits of the securities described herein and any representation to the contrary is an offence. Upon receipt of this research report, each Canadian recipient will be deemed to have represented that the investor is an "accredited investor" as such term is defined in section 1.1 of National Instrument 45-106 Prospectus Exemptions or, in Ontario, in section 73.3(1) of the Securities Act (Ontario), as applicable, and a "permitted client" as such term is defined in section 1.1 of NI 31-103, respectively.

Notice to Singapore investors: This research report is provided in Singapore by or through Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd ("HTISSPL") (Co Reg No 201311400G. HTISSPL is an Exempt Financial Adviser under the Financial Advisers Act (Cap. 110) ("FAA") to (a) advise on securities, units in a collective investment scheme, exchange-traded derivatives contracts and over-the-counter derivatives contracts and (b) issue or promulgate research analyses or research reports on securities, exchange-traded derivatives contracts and over-the-counter derivatives contracts. This research report is only provided to institutional investors, within the meaning of Section 4A of the Securities and Futures Act (Cap. 289). Recipients of this research report are to contact HTISSPL via the details below in respect of any matters arising from, or in connection with, the research report:

Haitong International Securities (Singapore) Pte. Ltd.

10 Collyer Quay, #19-01 - #19-05 Ocean Financial Centre, Singapore 049315

Telephone: (65) 6536 1920

Notice to Japanese investors: This research report is distributed by Haitong International Securities Company Limited and intended to be distributed to Financial Services Providers or Registered Financial Institutions engaged in investment management (as defined in the Japan Financial Instruments and Exchange Act ("FIEL") Art. 61(1), Order for Enforcement of FIEL Art. 17-11(1), and related articles).

Notice to UK and European Union investors: This research report is distributed by Haitong International Securities Company Limited. This research is directed at persons having professional experience in matters relating to investments. Any investment or investment activity to which this research relates is available only to such persons or will be engaged in only with such persons. Persons who do not have professional experience in matters relating to investments should not rely on this research. Haitong International Securities Company Limited's affiliates may have a net long or short financial interest in excess of 0.5% of the total issued share capital of the entities mentioned in this research report. Please be aware that any report in English may have been published previously in Chinese or another language.

Notice to Australian investors: The research report is distributed in Australia by Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd, Haitong International Securities Company Limited, and Haitong International Securities (UK) Limited in reliance on ASIC Corporations (Repeal and Transitional) Instrument 2016/396, which exempts those HTISG entities from the requirement to hold an Australian financial services license under the Corporations Act 2001 in respect of the financial services it provides to wholesale clients in Australia. A copy of the ASIC Class Orders may be obtained at the following website, www.legislation.gov.au. Financial services provided by Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd, Haitong International Securities Company Limited, and Haitong International Securities (UK) Limited are regulated under foreign laws and regulatory requirements, which are different from the laws applying in Australia.

Notice to Indian investors: The research report is distributed by Haitong Securities India Private Limited ("HSIPL"), an Indian company and a Securities and Exchange Board of India ("SEBI") registered Stock Broker, Merchant Banker and Research Analyst that, inter alia, produces and distributes research reports covering listed entities on the BSE Limited ("BSE") and the National Stock Exchange of India Limited ("NSE") (collectively referred to as "Indian Exchanges").

Name of the entity: Haitong Securities India Private Limited

SEBI Research Analyst Registration Number: INH000002590

Address : 1203A, Floor 12A, Tower 2A, One World Center

841 Senapati Bapat Marg, Elphinstone Road, Mumbai 400 013, India

CIN U74140MH2011FTC224070

Ph: +91 22 43156800 Fax: +91 22 24216327

Details of the Compliance Officer and Grievance Officer : Prasanna Chandwaskar : Ph: +91 22 43156803; Email id: prasanna.chandwaskar@htisec.com

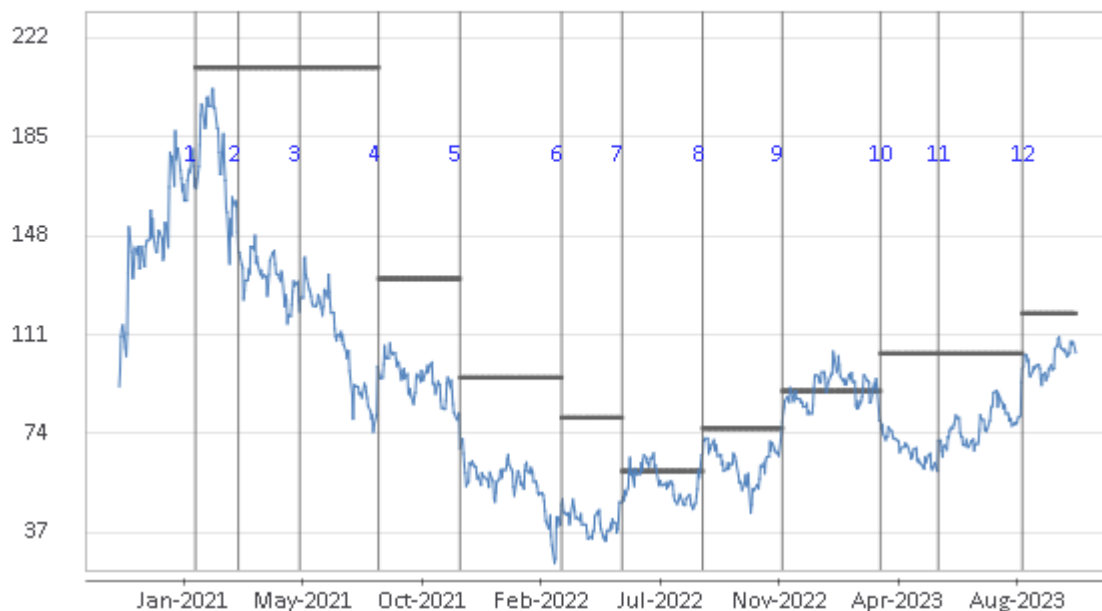
"Please note that Registration granted by SEBI and Certification from NISM in no way guarantee performance of the intermediary or provide any assurance of returns to investors".

This research report is intended for the recipients only and may not be reproduced or redistributed without the written consent of an authorized signatory of HTISG.

Copyright: Haitong International Securities Group Limited 2019. All rights reserved.

<http://equities.htisec.com/x/legal.html>

Pinduoduo - PDD US



1. 28 Jan 2021 OUTPERFORM at 173.98 target 211.0.
2. 18 Mar 2021 OUTPERFORM at 160.89 target 211.0.
3. 27 May 2021 OUTPERFORM at 130.82 target 211.0.
4. 25 Aug 2021 OUTPERFORM at 81.08 target 132.0.
5. 28 Nov 2021 OUTPERFORM at 81.36 target 95.0.
6. 22 Mar 2022 OUTPERFORM at 42.6 target 80.0.
7. 30 May 2022 OUTPERFORM at 48.3 target 60.0.
8. 30 Aug 2022 OUTPERFORM at 57.57 target 76.0.
9. 29 Nov 2022 OUTPERFORM at 66.71 target 90.0.
10. 21 Mar 2023 OUTPERFORM at 91.94 target 104.0.
11. 28 May 2023 OUTPERFORM at 71.42 target 104.0.
12. 30 Aug 2023 OUTPERFORM at 80.76 target 119.0.

Source: Company data Bloomberg, HTI estimates