



拼多多 (PDD.US) : Temu 助推收入大超预期; 收入结构变化导致毛利率下滑

我们重申对拼多多的“买入”评级，上调目标价至 173 美元，潜在升幅 24%。

- 业绩再次远超市市场预期:** 三季度收入人民币 688 亿元，高于市场预期 25%，同比增长 94%；其中，在线营销服务收入为 397 亿元，同比增长 39%；交易服务收入为 291 亿元，同比增长 315%；调整后净利润为 170 亿元，同比增 37%，高于市场预期的 130 亿元。
- 海外业务维持爆发式增长:** 本季度整体收入同比接近翻倍，且连续三个季度提速，这主要得益于 Temu 业务持续高速增长。交易服务收入同比增长 315%，远高于我们预期，Temu 业务相关佣金收入爆发式增长。截至目前，Temu 已完成全球 40 多个国家和地区布局，海外业务仍在快速扩张，我们预计 2024 年或仍实现翻倍增长。而国内方面，拼多多平台受益于消费分级趋势，性价比优势依然凸显且并未受到同业加大补贴的影响，本季度在线营销服务收入同比增 39%，远超同业低单个位数增长。
- 收入结构变化致毛利率下滑，销售费用控制得当:** 公司三季度调整后净利率为 24.7%，同比下降 10 个百分点，环比下降 5 个百分点，主要受毛利率变化影响。3Q23 毛利率为 61%，去年同期为 79%，2Q23 为 64%，销售成本同比增长 260%，由于收入结构变化，毛利率较低的 Temu 相关交易服务收入占比上升，尤其是物流及支付费用增加。随着海外业务高速增长，预计整体毛利率仍会有下降趋势，但从收入高增长以及长期战略角度而言，我们认为无需过度担忧。公司在销售费用方面控制得当，保持着高效的运营效率。在同时应对国内同业补贴以及海外加大投入情况下，公司销售费率仍在优化，同比下降 8 个百分点，管理费用和研发费用基本保持平稳。
- 维持“买入”评级，上调目标价至 173 美元:** 由于公司业务增长远超预期，我们上调公司 2023E/2024E 利润预测 11%/17%，上调目标价至 173 美元，对应 2023E/2024E 年 31x/25x 市盈率。公司商品性价比优势依然凸显，维持“买入”评级。
- 投资风险:** 宏观不确定性；竞争激烈。

图表 1: 盈利预测和财务指标

人民币百万	FY21	FY22	FY23E	FY24E	FY25E
营业收入	93,950	130,558	233,998	348,533	423,218
经营利润	6,897	30,402	52,104	66,221	80,411
调整后净利润	13,830	39,530	58,163	72,048	86,668
调整后目标 PE (x)			31.0	25.0	20.8

E=浦银国际预测

资料来源: Bloomberg、浦银国际预测

赵丹

互联网分析师
dan_zhao@spdbi.com
(852) 2808 6436

杨子超, CFA

互联网助理分析师
charles_yang@spdbi.com
(852) 2808 6409

2023 年 11 月 29 日

评级

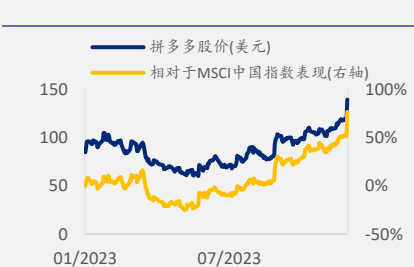
目标价 (美元)	173
潜在升幅/降幅	24%
目前股价 (美元)	139
52 周内股价区间 (美元)	59.67-139.93
总市值 (百万美元)	175,750
近 3 月日均成交额 (百万美元)	888

买入

市场预期区间



股价表现



注: 截至 11 月 28 日收盘

资料来源: Bloomberg、浦银国际



扫码关注浦银国际研究

财务报表分析与预测

利润表

人民币百万元	FY21	FY22	FY23E	FY24E	FY25E
收入	93,950	130,558	233,998	348,533	423,218
收入成本	(31,718)	(31,462)	(86,741)	(149,869)	(190,448)
毛利	62,232	99,095	147,257	198,664	232,770
研发费用	(8,993)	(10,385)	(11,850)	(17,427)	(21,161)
销售费用	(44,802)	(54,344)	(80,380)	(111,530)	(126,966)
管理费用	(1,541)	(3,965)	(2,923)	(3,485)	(4,232)
其他费用	-	-	-	-	-
经营盈利	6,897	30,402	52,104	66,221	80,411
利息收入	1,831	3,945	7,843	8,627	9,490
其他收益净额	728	2,072	2,859	-	-
除税前盈利	9,455	36,419	62,806	74,848	89,901
其他损益	247	(155)	10	-	-
所得税开支	(1,934)	(4,726)	(11,830)	(12,724)	(15,283)
年度盈利	7,769	31,538	50,987	62,124	74,618
调整后净利润	13,830	39,530	58,163	72,048	86,668

现金流量表

人民币百万元	FY21	FY22	FY23E	FY24E	FY25E
净利润	7,769	31,538	50,987	62,124	74,618
折旧及摊销	1,495	2,224	2,669	3,203	3,843
其他调整项	5,957	7,322	6,394	9,924	12,050
营运资金变动	13,562	7,423	121	71	(193)
经营现金流	28,783	48,508	60,170	75,321	90,319
固定资产	(3,287)	(636)	(763)	(915)	(1,098)
投资	(32,721)	(21,726)	(17,381)	(13,905)	(11,124)
其他投资现金流	445	-	-	-	-
投资现金流	(35,562)	(22,362)	(18,144)	(14,820)	(12,222)
借款净额	(1,875)	-	-	-	-
发行股票	-	-	-	-	-
发行优先股/债券	-	-	-	-	-
其他融资现金流	0	10	-	-	-
融资现金流	(1,875)	10	-	-	-
汇率变动影响	(145)	100	-	-	-
现金及现金等价物净流量	(8,800)	26,256	42,027	60,501	78,097
年初现金及现金等价物	74,844	66,044	92,300	134,327	194,829
年末现金及现金等价物	66,044	92,300	134,327	194,829	272,925

资产负债表

人民币百万元	FY21	FY22	FY23E	FY24E	FY25E
现金及现金等价物	6,427	34,326	76,353	136,854	214,951
应收账款	4,924	6,907	10,460	15,753	22,180
短期投资	86,517	115,113	132,493	146,398	157,522
其他流动资产	63,042	60,273	60,273	60,273	60,273
流动资产合计	160,909	216,618	279,579	359,278	454,925
固定资产	2,203	1,045	(99)	(1,471)	(3,118)
无形资产	701	134	(247)	(705)	(1,254)
其他非流动资产	17,396	19,323	18,942	18,485	17,936
非流动资产合计	20,301	20,502	18,596	16,308	13,564
资产总计	181,210	237,120	298,175	375,586	468,489
短期借款	-	-	-	-	-
应付账款	64,473	64,993	66,014	67,425	68,859
其他流动负债	29,257	51,896	54,550	58,503	63,303
流动负债合计	93,730	116,889	120,564	125,927	132,161
可转债	11,789	1,576	1,576	1,576	1,576
其他非流动负债	577	884	884	884	884
非流动负债合计	12,366	2,460	2,460	2,460	2,460
负债总计	106,095	119,349	123,024	128,387	134,621
股本溢价	95,341	99,250	105,644	115,568	127,618
保留盈利及其他	(20,226)	18,520	69,507	131,631	206,249
权益总额	75,115	117,771	175,151	247,199	333,867

主要财务比率

	FY21	FY22	FY23E	FY24E	FY25E
盈利增速					
营业收入增速	57.9%	39.0%	79.2%	48.9%	21.4%
毛利润增速	54.8%	59.2%	48.6%	34.9%	17.2%
经营利润增速	NM	340.8%	71.4%	27.1%	21.4%
净利润增速	NM	306.0%	61.7%	21.8%	20.1%
调整后净利润增速	NM	185.8%	47.1%	23.9%	20.3%
盈利能力比率					
毛利率	66.2%	75.9%	62.9%	57.0%	55.0%
经营利润率	7.3%	23.3%	22.3%	19.0%	19.0%
净利率	8.3%	24.2%	21.8%	17.8%	17.6%
调整后净利率	14.7%	30.3%	24.9%	20.7%	20.5%
每股指标 (元)					
基本EPS	6.2	24.9	37.3	45.5	54.6
摊薄EPS	5.4	21.9	34.8	42.4	50.9
调整后EPS	9.7	27.4	39.7	49.1	59.1
每股指标增速					
基本EPS增速	NM	302.4%	49.7%	21.8%	20.1%
摊薄EPS增速	NM	302.6%	58.8%	21.8%	20.1%
调整后EPS增速	NM	183.5%	44.5%	23.9%	20.3%
估值 (倍)					
调整后目标P/E			31.0	25.0	20.8
目标P/S			7.7	5.2	4.3
目标P/B			10.3	7.3	5.4

E=浦银国际预测

资料来源: Bloomberg、浦银国际预测

图表 2：浦银国际目标价：拼多多（PDD.US）

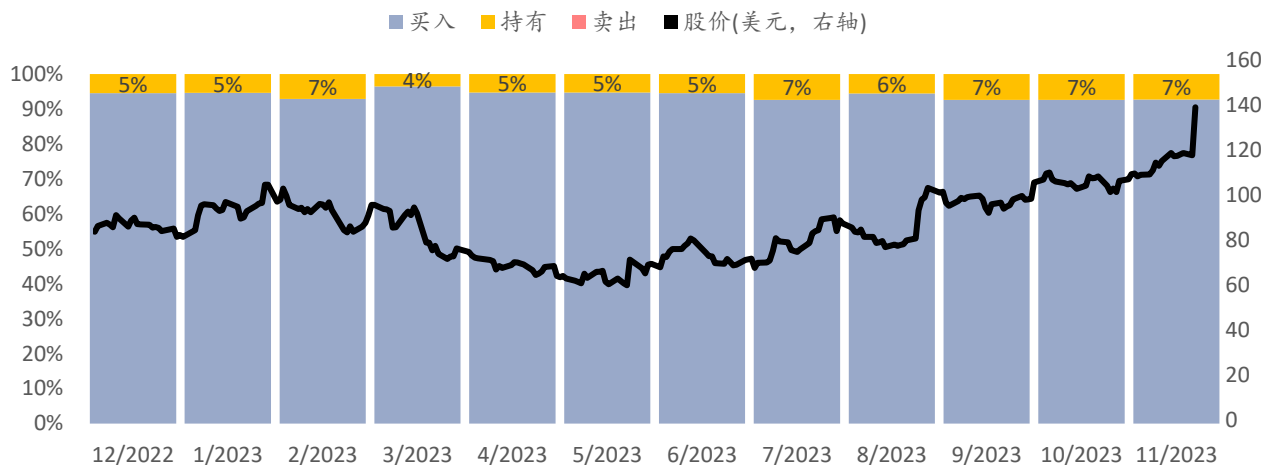


注：截至 2023 年 11 月 28 日收盘

资料来源：Bloomberg、浦银国际

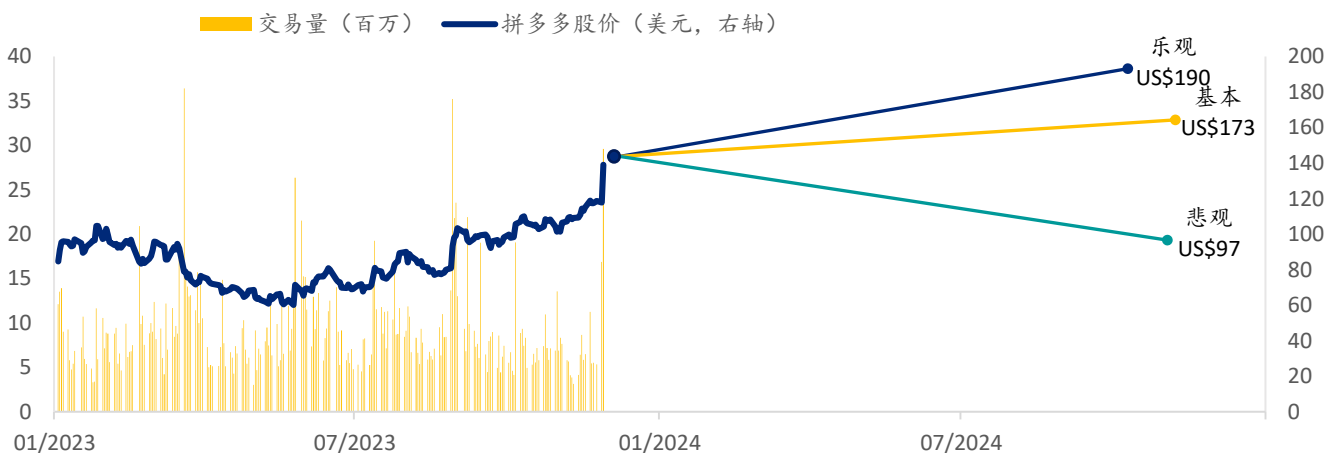
SPDBI 乐观与悲观情景假设

图表 3: 拼多多 (PDD.US) 市场普遍预期



资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 4: 拼多多 (PDD.US) SPDBI 情景假设



乐观情景: 公司收入利润好于预期

目标价: 190 美元

- 国内电商收入增长超预期;
- Temu 增长表现优于预期。

悲观情景: 公司收入利润弱于预期

目标价: 97 美元

- Temu 投入加大导致利润弱于预期。

资料来源: 浦银国际预测

图表 5: SPDBI 互联网行业覆盖公司

股票代码	公司	现价 (交易货币)	评级	目标价 (交易货币)	评级/目标价/预测 发布日期	行业
9988 HK Equity	阿里巴巴	74.35	买入	97.00	17/11/2023	电商
BABA US Equity	阿里巴巴	76.74	买入	100.00	17/11/2023	电商
9618 HK Equity	京东	108.30	买入	162.00	16/11/2023	电商
JD US Equity	京东	28.16	买入	42.00	16/11/2023	电商
PDD US Equity	拼多多	139.00	买入	173.00	29/11/2023	电商
VIPS US Equity	唯品会	16.43	持有	16.00	15/11/2023	电商
9878 HK Equity	汇通达	29.30	买入	37.00	30/8/2023	电商
9991 HK Equity	宝尊	7.28	持有	21.00	9/9/2022	电商
BZUN US Equity	宝尊	2.77	持有	8.00	9/9/2022	电商
700 HK Equity	腾讯	319.60	买入	424.00	16/11/2023	游戏、社交
NTES US Equity	网易	114.21	买入	133.00	17/11/2023	游戏
9999 HK Equity	网易	177.40	买入	207.00	17/11/2023	游戏
9626 HK Equity	哔哩哔哩	104.30	买入	146.00	18/8/2023	游戏、中视频
BILI US Equity	哔哩哔哩	13.34	买入	19.00	18/8/2023	游戏、中视频
777 HK Equity	网龙	14.04	买入	20.00	11/9/2023	游戏
2400 HK Equity	心动	14.02	买入	20.00	11/9/2023	游戏
799 HK Equity	IGG	3.35	买入	4.00	11/9/2023	游戏
1119 HK Equity	创梦天地	2.65	买入	3.70	17/10/2023	游戏
HUYA US Equity	虎牙	3.37	持有	2.60	11/9/2023	游戏直播
DOYU US Equity	斗鱼	0.78	持有	1.00	11/9/2023	游戏直播
3690 HK Equity	美团	103.00	买入	180.00	25/8/2023	本地生活服务
1024 HK Equity	快手	56.30	买入	80.00	22/11/2023	短视频
780 HK Equity	同程旅行	14.44	买入	20.00	22/11/2023	OTA
8083 HK Equity	中国有赞	0.11	持有	1.20	12/8/2021	SaaS
2013 HK Equity	微盟	3.44	买入	4.80	17/8/2023	SaaS
3888 HK Equity	金山软件	26.05	买入	36.00	22/11/2023	SaaS
600588 CH Equity	用友网络	17.08	买入	21.00	21/8/2023	SaaS
268 HK Equity	金蝶	11.76	买入	15.00	21/8/2023	SaaS
909 HK Equity	明源云	3.21	买入	28.00	14/12/2021	SaaS
SE US Equity	Sea	39.72	持有	41.00	15/11/2023	电商、游戏

注: 股价截至 11 月 28 日收盘

资料来源: Bloomberg、浦银国际

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告（包括任何有关的附件），表示及保证其根据下述的条件下有权获得本报告，且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告是由从事证券及期货条例(香港法例第 571 章)中第一类(证券交易)及第四类(就证券提供意见)受规管活动之持牌法国 - 浦银国际证券有限公司（统称“浦银国际证券”）利用集团信息及其他公开信息编制而成。所有资料均搜集自被认为是可靠的来源，但并不保证数据之准确性、可信性及完整性，亦不会因资料引致的任何损失承担任何责任。报告中的资料来源除非另有说明，否则信息均来自本集团。本报告的内容涉及到保密数据，所以仅供阁下为其自身利益而使用。除了阁下以及受聘向阁下提供咨询意见的人士（其同意将本材料保密并受本免责声明中所述限制约束）之外，本报告分发给任何人均属未经授权的行为。

任何人不得将本报告内任何信息用于其他目的。本报告仅是为提供信息而准备的，不得被解释为是一项关于购买或者出售任何证券或相关金融工具的要约邀请或者要约。阁下不应将本报告内容解释为法律、税务、会计或投资事项的专业意见或为任何推荐，阁下应当就本报告所述的任何交易涉及的法律及相关事项咨询其自己的法律顾问和财务顾问的意见。本报告内的信息及意见乃于文件注明日期作出，日后可作修改而不另通知，亦不一定会更新以反映文件日期之后发生的进展。本报告并未包含公司可能要求的所有信息，阁下不应仅仅依据本报告中的信息而作出投资、撤资或其他财务方面的任何决策或行动。除关于历史数据的陈述外，本报告可能包含前瞻性的陈述，牵涉多种风险和不确定性，该等前瞻性陈述可基于一些假设，受限于重大风险和不确定性。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映浦银国际证券的立场。浦银国际控股有限公司及其附属公司、关联公司（统称“浦银国际”）及/或其董事及/或雇员，可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖。浦银国际或其任何董事及/或雇员对投资者因使用本报告或依赖其所载信息而引起的一切可能损失，概不承担任何法律责任。

浦银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料，考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要，在参与有关报告中所述公司之证券的交易前，委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。对部分的司法管辖区或国家而言，分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。

美国

浦银国际不是美国注册经纪商和美国金融业监管局(FINRA)的注册会员。浦银国际证券的分析师不具有美国金融监管局(FINRA)分析师的注册资格。因此，浦银国际证券不受美国就有研究报告准备和分析师独立性规则的约束。

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易，都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

英国

本报告并非由英国 2000 年金融服务与市场法(经修订)(「FSMA」)第 21 条所界定之认可人士发布,而本报告亦未经其批准。因此,本报告不会向英国公众人士派发,亦不得向公众人士传递。本报告仅提供给合格投资者(按照金融服务及市场法的涵义),即(i)按照 2000 年金融服务及市场法 2005 年(金融推广)命令(「命令」)第 19(5)条定义在投资方面拥有专业经验之投资专业人士或(ii)属于命令第 49(2)(a)至(d)条范围之高净值实体或(iii)其他可能合法与之沟通的人士(所有该等人士统称为「有关人士」)。不属于有关人士的任何机构和个人不得遵照或倚赖本报告或其任何内容行事。

本报告的版权仅为浦银国际证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用，浦银国际证券对任何第三方的该等行为保留追述权利，并且对第三方未经授权行为不承担任何责任。

权益披露

- 1) 浦银国际并没有持有本报告所述公司逾 1%的财务权益。
- 2) 浦银国际跟本报告所述公司在过去 12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。
- 3) 浦银国际并没有跟本报告所述公司为其证券进行庄家活动。

评级定义

证券评级定义：

“买入”：未来 12 个月，预期个股表现超过同期其所属的行业指数

“持有”：未来 12 个月，预期个股表现与同期所属的行业指数持平

“卖出”：未来 12 个月，预期个股表现逊于同期其所属的行业指数

行业评级定义（相对于 MSCI 中国指数）：

“超配”：未来 12 个月优于 MSCI 中国 10%或以上

“标配”：未来 12 个月优于/劣于 MSCI 中国少于 10%

“低配”：未来 12 个月劣于 MSCI 中国超过 10%

分析师证明

本报告作者谨此声明：(i) 本报告发表的所有观点均正确地反映作者有关任何及所有提及的证券或发行人的个人观点，并以独立方式撰写；(ii) 其报酬没有任何部分曾经，是或将会直接或间接与本报告发表的特定建议或观点有关；(iii) 该等作者没有获得与所提及的证券或发行人相关且可能影响该等建议的内幕信息 / 非公开的价格敏感数据。

本报告作者进一步确定 (i) 他们或其各自的关联人士（定义见证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则）没有在本报告发行日期之前的 30 个历日内曾买卖或交易过本报告所提述的股票，或在本报告发布后 3 个工作日（定义见《证券及期货条例》（香港法例第 571 章））内将买卖或交易本文所提述的股票；(ii) 他们或其各自的关联人士并非本报告提述的任何公司的雇员；及 (iii) 他们或其各自的关联人士没有拥有本报告提述的证券的任何金融利益。

浦银国际证券财富管理团队

陈岑

angel_chen@spdbi.com

852-2808 6475

浦银国际证券有限公司

SPDB International Securities Limited

网站：www.spdbi.com

地址：香港轩尼诗道 1 号浦发银行大厦 33 楼

