



# 拼多多 (PDD.NASDAQ)

买入 (维持评级)

公司点评  
证券研究报告

## 主站优势巩固，TEMU 成长可期

### 业绩简评

2024年3月20日公司公布23Q4及全年业绩。23Q4收入888.81亿元，同比123.21%，Non-GAAP归母净利润254.76亿元，同比110.45%，Non-GAAP归母净利率28.66%。2023全年收入2476.39亿元，同比89.68%，Non-GAAP归母净利润678.99亿元，同比71.60%，Non-GAAP归母净利率27.42%。收入、利润均大超预期。

### 经营分析

**坚持高质量发展，有效助力消费提振。**23年营销服务收入占比62%，同比49.47%。交易佣金收入占比38%，同比240.61%。消费修复过程中，性价比平台或将持续受益。

**海外布局未影响费用率表现，经营效率持续优化。**23年公司销售费用率33.19%，同比下降8.44pct，管理费用率为1.65%，同比下降1.39pct，研发费用率为4.42%，同比下降3.53pct。公司保持研发投入力度，连续两年超过百亿。22年、23年公司研发费用分别为103.85亿元、109.52亿元，持续加码农研，通过“零佣金”推动特色农产品发展，推动各地打造数字化农产带，培育新质生产力。

**TEMU 成长可期，持续推动市场扩展和消费者体验优化。**公司海外业务拓展至50多个国家及地区，今年预计将加速对欧洲、日韩、拉美等市场投入。平台推出半托管模式，陆续在美国、欧洲等站点上线，拥有海外仓配能力的商家可通过半托管模式提升履约效率，优化消费体验。

### 盈利预测、估值与评级

公司核心电商性价比优势明显，海外布局增长加速。预计2024-2026E收入分别为3999亿元/5150亿元/6302亿元，Non-GAAP归母净利润分别为1052亿元/1420亿元/1855亿元。对应PE为11.45x/8.48x/6.49x，给予“买入”评级。

### 风险提示

消费需求走弱，行业竞争加剧，用户增长不及预期，海外业务发展不及预期及海外政策风险，费用控制不及预期等。

传媒与互联网组

分析师：陈泽敏（执业 S1130524020004）

chenzemin@gjzq.com.cn

分析师：廖馨瑶（执业 S1130522060005）

liaoxinyao@gjzq.com.cn

市价（美元）：132.17元

相关报告：

- 《拼多多 23Q3 点评-业绩大超预期，TEMU 增长加速》，2023.11.30
- 《拼多多 23Q2 点评-业绩超预期，平台高质量发展》，2023.8.31
- 《拼多多 23Q1 点评-业绩超预期，向多实惠+好服务迈进》，2023.5.29



### 公司基本情况（人民币）

项目	12/22	12/23	12/24E	12/25E	12/26E
营业收入(百万元)	130,557.59	247,639.21	399,943.48	514,963.90	630,204.98
营业收入增长率	38.97%	89.68%	61.50%	28.76%	22.38%
Non-GAAP 归母净利润(百万元)	39,569.49	67,899.29	105,200.86	142,015.97	185,534.94
Non-GAAP 归母净利润增长率	186.12%	71.60%	54.94%	35.00%	30.64%
摊薄每股收益(元)	6.87	11.63	18.01	24.32	31.77
每股经营性现金流净额	8.42	16.12	17.74	19.51	21.46
ROE(归属母公司)(摊薄)	0.27	0.32	0.52	0.71	0.94
P/E	30.43	17.73	11.45	8.48	6.49
P/B	10.22	6.43	6.00	5.50	5.34

来源：公司年报、国金证券研究所


**图表1：公司利润表**

单位（百万元）	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	93,949.94	130,557.59	247,639.21	399,943.48	514,963.90	630,204.98
YoY%	57.92%	38.97%	89.68%	61.50%	28.76%	22.38%
收入拆分：						
网络营销服务	72,563.40	102,721.92	153,540.55	213,354.43	265,054.82	319,493.71
YoY%	51.32%	41.56%	49.47%	38.96%	24.23%	20.54%
占营业收入比例%	77.24%	78.68%	62.00%	53.35%	51.47%	50.70%
货币化率%	2.98%	3.23%	3.56%	3.73%	3.75%	3.76%
交易佣金	14,140.45	27,626.49	94,098.65	186,589.06	249,909.08	310,711.27
YoY%	144.33%	95.37%	240.61%	98.29%	33.94%	24.33%
占营业收入比例%	15.05%	21.16%	38.00%	46.65%	48.53%	49.30%
自营商品	7,246.09	209.17	-	-	-	-
YoY%	26.00%	-97.11%	-	-	-	-
占营业收入比例%	0.30%	0.01%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
毛利润	62,231.85	99,095.29	155,915.63	251,483.79	325,752.67	405,968.52
YoY%	54.75%	59.24%	57.34%	61.29%	29.53%	24.62%
毛利率	66.24%	75.90%	62.96%	62.88%	63.26%	64.42%
销售费用	-44,801.72	-54,343.72	-82,188.87	-129,941.17	-158,178.13	-182,394.32
YoY%	8.76%	21.30%	51.24%	58.10%	21.73%	15.31%
销售费用率	-47.69%	-41.62%	-33.19%	-32.49%	-30.72%	-28.94%
管理费用	-1,540.77	-3,964.94	-4,075.62	-5,235.25	-6,181.75	-7,082.17
YoY%	2.22%	157.33%	2.79%	28.45%	18.08%	14.57%
管理费用率	-1.64%	-3.04%	-1.65%	-1.31%	-1.20%	-1.12%
研发费用	-8,992.59	-10,384.72	-10,952.37	-13,949.99	-16,719.24	-20,445.74
YoY%	30.49%	15.48%	5.47%	27.37%	19.85%	22.29%
研发费用率	-9.57%	-7.95%	-4.42%	-3.49%	-3.25%	-3.24%
经营利润	6,896.76	30,401.92	58,698.76	102,357.38	144,673.56	196,046.29
YoY%	-173.52%	340.81%	93.08%	74.38%	41.34%	35.51%
经营利润率	7.34%	23.29%	23.70%	25.59%	28.09%	31.11%
归母净利润	7,768.67	31,538.06	60,026.54	97,332.86	133,387.97	176,406.94
YoY%	-208.20%	305.96%	90.33%	62.15%	37.04%	32.25%
归母净利率	8.27%	24.16%	24.24%	24.34%	25.90%	27.99%
Non-GAAP归母净利润	13,829.52	39,569.49	67,899.29	105,200.86	142,015.97	185,534.94
YoY%	-566.42%	186.12%	71.60%	54.94%	35.00%	30.64%
Non-GAAP归母净利率	14.72%	30.31%	27.42%	26.30%	27.58%	29.44%

来源：公司公告，国金证券研究所


**市场中相关报告评级比率分析**

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

来源：聚源数据

**市场中相关报告评级比率分析说明：**

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
 3.01~4.0=减持

**投资评级的说明：**

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。



## 特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国门内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



【小程序】  
国金证券研究服务



【公众号】  
国金证券研究