

拼多多 (PDD.O)

买入

2023Q4 财报点评：主站货币化率持续提升，海外费用投放可控

核心观点

营收：2023Q4，公司营业收入 889 亿元，同比增长 123%，其中广告营销收入 487 亿元，yoy +57%；支付通道收入 402 亿元，yoy +357%，主要由 TEMU 快速增长拉动。分拆看，广告收入为主站广告营销收入，据我们测算，Q4 公司主站 GMV 增速为 20%-25%，广告增速超 GMV 增速体现主站变现能力不断加强，除了受益于消费降级趋势外，也与平台高质量发展战略初见成效有关；支付通道收入包含主站、多多买菜与 TEMU 收入，我们认为支付通道收入的快速增长主要由 TEMU 拉动，据测算，TEMU Q4 GMV 约 83 亿美元，按 55%计入收入，本季度贡献约 320 亿人民币收入。

利润：本季度公司 non-GAAP 净利润 255 亿元，yoy+110%，non-GAAP 净利率 29%，净利率同比下降 1pct，我们认为净利率基本稳定的主要原因是 TEMU 投放更加平稳可控。2023Q4 公司毛利率 61%，同比下降 17pct，主要由于 TEMU 模式较重，跨境履约费用（TEMU 物流费用计入成本）较高拉低毛利率；规模效应下各项费率显著下降，本季度公司销售费率同比提升 50%，销售费率同比下降 15pct 至 30%；管理费用同比上升 16%，管理费率同比下降 2pct 至 2.1%，研发费用同比上升 19%，研发费率同比下降 2.8pct 至 3.2%，公司费用投放更加高效。我们预计本季度海外业务亏损 84 亿人民币。

投资建议：维持“买入”评级。拼多多目前隐含 2024 年 PE 10 倍，公司国内电商业务市场地位稳固，收费能力逐步提升，海外业务带动支付通道收入高速增长。我们调整 2024-2025 年收入至 4218/6182 亿元，调整幅度为+11%/+15%，主要为了反映 2024 年公司海外业务开展新的半托管模式，海外业务 GMV 增速目标为 230%，继续保持高速增长。我们调整 2024-2025 年经调净利至 982/1420 亿元，调整幅度为+13%/+18%，主要原因是公司主站份额稳中有升，销售费用可控，利润释放能力持续提升；海外新开的半托管业务模式更轻，履约费用由商家承担，减轻海外业务亏损负担。我们维持公司目标价 203-213 美元，给予主站 14-15xPE，出海电商 3xPS，距当前上升空间为 54%-61%，维持“买入”评级。

风险提示：美国证券交易委员会监管风险，疫情反复风险，电商竞争格局加剧的风险等。

盈利预测和财务指标

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	130,558	247,639	421,756	618,249	820,390
(+/-%)	39.0%	89.7%	70.3%	46.6%	32.7%
净利润(百万元)-经调整	39530	67899	98196	142040	197425
(+/-%)	186%	71.8%	44.6%	44.6%	39.0%
每股收益(元)-经调整	8.30	11.87	17.93	25.93	36.04
EBIT Margin	33.5%	35.2%	22.1%	22.4%	24.0%
净资产收益率 (ROE)	26.8%	32.1%	31.6%	32.1%	31.4%
市盈率 (PE)	28.7	20.0	13.3	9.2	6.6
EV/EBITDA	4.5	3.3	4.3	4.0	3.7
市净率 (PB)	9.62	7.27	4.76	3.23	2.22

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·海外公司财报点评

互联网·互联网 II

证券分析师：张伦可

联系人：王颖婕

0755-81982651

0755-81983057

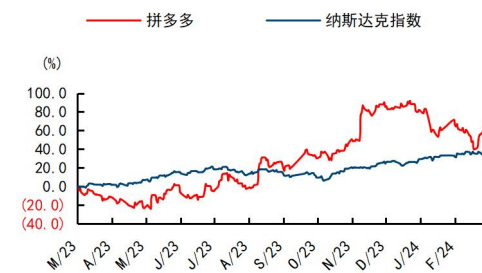
zhanglunke@guosen.com.cn wangyingjie1@guosen.com.cn

S0980521120004

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	203.00 - 213.00 美元
收盘价	132.17 美元
总市值/流通市值	175,599/175,599 百万美元
52 周最高价/最低价	152.99/59.67 美元
近 3 个月日均成交额	1076.68 百万美元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

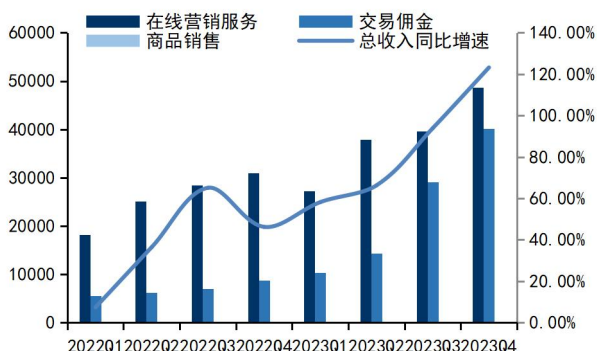
- 《拼多多 (PDD.O) -2023Q3 财报点评：收入利润表现亮眼，TEMU 交易额与收费能力快速提升》——2023-11-29
- 《拼多多 (PDD.O) -2023Q2 财报点评：收入利润表现亮眼，主站收费能力不断提升》——2023-08-31
- 《拼多多 (PDD.O) -2023Q1 财报点评：营收增长强劲，更加重视发展质量》——2023-05-29
- 《拼多多 (PDD.O) -2022Q4 财报点评：公司加大国内费用投放，跨境业务发展迅速》——2023-03-22
- 《拼多多 (PDD.O) -电商深度研究系列二——下沉市场格局清晰，白牌带动主站收费能力快速提升》——2023-03-01

整体表现：收入利润亮眼，海外费用投放可控

2023Q4，公司营业收入 889 亿元，同比增长 123%，其中广告营销收入 487 亿元，yoy +57%；支付通道收入 402 亿元，yoy +357%，主要由 TEMU 快速增长拉动。分拆看，广告收入为主站广告营销收入，据我们测算，Q4 公司主站 GMV 增速为 20%-25%，广告增速超 GMV 增速体现主站变现能力不断加强，除了受益于消费降级趋势外，也与平台高质量发展战略初见成效有关；支付通道收入包含主站、多多买菜与 TEMU 收入，我们认为支付通道收入的快速增长主要由 TEMU 拉动，据测算，TEMU Q4 GMV 约 83 亿美元，按 55%计入收入，贡献约 320 亿人民币收入。

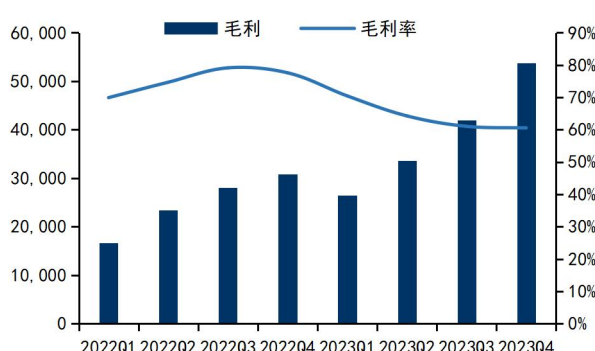
本季度公司 non-GAAP 净利润 255 亿元，yoy+110%，non-GAAP 净利率 29%，净利率同比下降 1pct，我们认为净利率基本稳定的主要原因是 TEMU 投放更加平稳可控。2023Q4 公司毛利率 61%，同比下降 17pct，主要由于 TEMU 模式较重，跨境履约费用（TEMU 物流费用计入成本）较高拉低毛利率；规模效应下各项费率显著下降，本季度公司销售费率同比提升 50%，销售费率同比下降 15pct 至 30%；管理费用同比上升 16%，管理费率同比下降 2pct 至 2.1%，研发费用同比上升 19%，研发费率同比下降 2.8pct 至 3.2%，公司费用投放更加高效。我们预计本季度海外业务亏损 84 亿人民币。

图1：拼多多季度分部营业收入及增速（百万元，%）



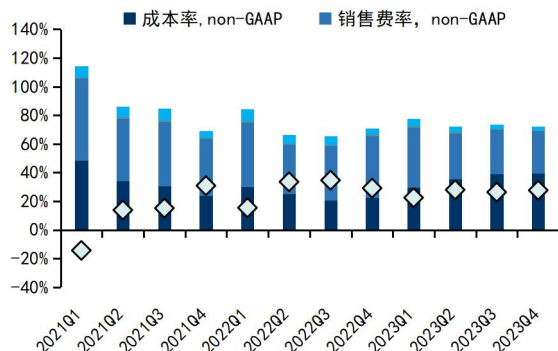
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：拼多多季度毛利及毛利率变化情况（百万元，%）



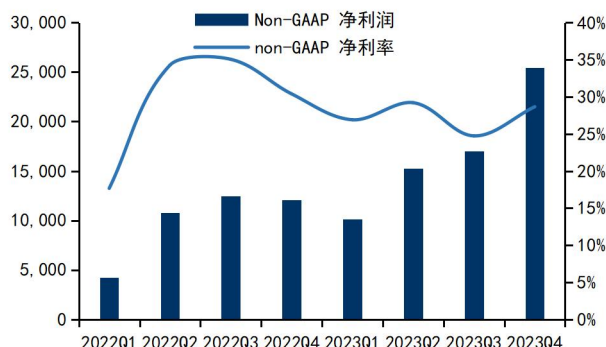
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3: 拼多多经调整各项费用率和 EBIT 利润率情况 (%)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4: 拼多多季度 Non-GAAP 净利润及净利率 (百万元, %)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

投资建议：维持“买入”评级

拼多多目前隐含 2024 年 PE 10 倍，公司国内电商业务市场地位稳固，收费能力逐步提升，海外业务带动支付通道收入高速增长。我们调整 2024-2025 年收入至 4218/6182 亿元，调整幅度为+11%/+15%，主要为了反映 2024 年公司海外业务开展新的半托管模式，海外业务 GMV 增速目标为 230%，继续保持高速增长。我们调整 2024-2025 年经调净利至 982/1420 亿元，调整幅度为+13%/+18%，主要原因是公司主站份额稳中有升，销售费用可控，利润释放能力持续提升；海外新开的半托管业务模式更轻，履约费用由商家承担，减轻海外业务亏损负担。我们维持公司目标价 203-213 美元，给予主站 14-15xPE，出海电商 3xPS，距当前上升空间为 54%-61%，维持“买入”评级。

风险提示

美国证券交易委员会监管风险，新进入者竞争加剧等市场风险，宏观经济系统性风险，疫情反复风险等。

财务预测与估值

资产负债表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E	利润表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	34326	59794	211909	352272	504564	营业收入	130558	247639	421756	618249	820390
应收款项	7113	11342	19317	28317	37575	营业成本	31462	91724	196429	318857	447720
存货净额	0	0	1075	1746	2452	营业税金及附加	0	0	0	0	0
其他流动资产	60066	66198	112743	165269	219305	销售费用	44802	54344	111646	138932	151541
流动资产合计	216618	294750	560309	841976	1166446	管理费用	10533	14350	20321	22068	23954
固定资产	1045	980	3735	6482	9213	财务净开支	(4171)	(10266)	(5098)	(10832)	(16702)
无形资产及其他	134	21	67	106	140	投资收益	(155)	(5)	(5)	(5)	(5)
投资性房地产	19323	52327	52327	52327	52327	资产减值及公允价值变动	656	2221	2953	2953	2953
长期股权投资	0	0	0	0	0	其他收入	(12018)	(27864)	242	268	299
资产总计	237120	348078	616437	900891	1228127	营业利润	36413	71841	101647	152441	217124
短期借款及交易性金融负债	13886	649	4845	6460	3984	营业外净收支	(150)	36	0	1	0
应付款项	10950	0	0	0	0	利润总额	36264	71876	101647	152442	217124
其他流动负债	92054	152252	328194	479637	622973	所得税费用	4726	11850	15247	22866	32569
流动负债合计	116889	152901	333039	486097	626957	少数股东损益	0	0	0	0	0
长期借款及应付债券	1576	5232	5232	5232	5232	归属于母公司净利润	31538	60027	86400	129576	184555
其他长期负债	884	2704	4524	6345	8165						
长期负债合计	2460	7936	9756	11576	13396	现金流量表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
负债合计	119349	160837	342795	497673	640354	净利润	31538	60027	86400	129576	184555
少数股东权益	0	0	0	0	0	资产减值准备	0	0	0	0	0
股东权益	117771	187242	273642	403217	587773	折旧摊销	1495	0	202	219	242
负债和股东权益总计	237120	348078	616437	900891	1228127	公允价值变动损失	(656)	(2221)	(2953)	(2953)	(2953)
						财务费用	(4171)	(10266)	(5098)	(10832)	(16702)
关键财务与估值指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E	营运资本变动	8441	7704	122168	91066	81156
每股收益-经调整	8.30	11.87	17.93	25.93	36.04	其它	7690	28654	0	0	0
每股红利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流	48508	94163	205817	217908	263001
每股净资产	24.72	32.74	49.95	73.61	107.29	资本开支	0	(2156)	(50)	(52)	(55)
ROIC	-11%	5%	20%	35%	59%	其它投资现金流	(28596)	(42303)	(57849)	(79108)	(108179)
ROE	27%	32%	32%	32%	31%	投资活动现金流	(22362)	(55431)	(57899)	(79160)	(108234)
毛利率	76%	63%	53%	48%	45%	权益性融资	0	0	0	0	0
EBIT Margin	34%	35%	22%	22%	24%	负债净变化	(10213)	3656	0	0	0
EBITDA Margin	35%	35%	22%	22%	24%	支付股利	0	0	0	0	0
收入增长	39%	90%	70%	47%	33%	其它融资现金流	16685	(16272)	4196	1615	(2475)
净利润增长率	306%	90%	44%	50%	42%	融资活动现金流	10	(8961)	4196	1615	(2475)
资产负债率	50%	46%	56%	55%	52%	现金净变动	27899	25468	152115	140363	152291
股息率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	货币资金的期初余额	6427	34326	59794	211909	352272
P/E-经调整	28.7	20.0	13.3	9.2	6.6	货币资金的期末余额	34326	59794	211909	352272	504564
P/B	10	7	5	3	2	企业自由现金流	47994	78390	201679	208878	248960
EV/EBITDA	4	3	4	4	4	权益自由现金流	57897	74287	210178	219670	260651

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数 20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数 10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032