

2024年11月22日

拼多多 (PDD.US)

公司动态分析

证券研究报告

电子商务

 投资评级: **买入**
维持 评级

 6个月目标价 **132.0 美元**

股价 2024-04-28 104 美元

总市值(百万美元)	144,557
流通市值(百万美元)	144,557
总 ADR(百万股)	1,389
总股本(百万股)	5,555
12个月低/高(美元)	164.69/88.01
平均成交(百万美元)	11,045.98

股东结构

黄峥	25.4%
腾讯	14.1%
其他	60.5%
总共	100.0%

股价表现


%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	-21.12	-31.70	-44.36
绝对收益	-19.00	-25.58	-11.37

数据来源: 彭博、港交所、公司

Q3 高增长不及市场预期, 加大高质量发展力度

事件: 拼多多 2024Q3 总营收同比增长 44% 达 993.5 亿元, 略低于市场预估的 1028.3 亿元人民币。其中在线营销服务及其他收入为 493.5 亿元, 同比增长 24%; 交易服务收入为 500.0 亿元, 同比增长 72%。Non-GAAP 归属于股东的净利润为 274.6 亿元, 同比增长 61%, 每 ADS 收益 18.6 元, 低于预期的 20.2 元。市场对公司的预期较高, 但实际业绩未能达到这些预期, 可能是由于电商行业的竞争加剧以及拼多多推出的“百亿减免”等扶持商家的政策影响了短期的财务表现。

报告摘要

市场预期过高下的增速 miss 2024Q3 拼多多面临着激烈的电商行业竞争下, Q3 总营收依旧实现同比增长 44% 达 993.5 亿元, 远超行业和大盘的收入增长, 但仍略低于市场预期。其中在线营销服务及其他业务收入同比增长 24% 达 493.5 亿元, 得益于主站在供给侧大量投入满足了从一线到四线及城市的用户需求和消费升级; 交易服务收入同比增长 72% 至 500.0 亿元, 主要得益于 Temu 业务的突破增长。期间净利润为 249.8 亿元, 同比增长 61%; Non-GAAP 净利润为 274.6 亿元, 同比增长 61%

加大高质量发展战略执行力度 Q3 公司加大了高质量发展战略的执行力度, 并坚定地投资于构建健康的平台生态系统, 通过产品开发、营销运营及供应链管理等赋能优质商家, 推动农业和工业带高质量发展。期间推出一系列费用减免和新兴支持政策, 包括 100 亿元费用减免计划, 升级了售后服务支持, 偏远地区物流支持。

增速放缓和利润率下降奠定长期发展 公司在中报业绩会曾提到, 由于竞争和外部因素和加大对平台生态系统健康可持续发展的投资的影响, 公司的收入增长可能会有所放缓, 利润率可能会逐渐下降。尽管 Q3 财务表现验证放缓的事实, 但公司已经看到了平台生态系统投资带来的初步成果。商家对公司的支持举措反馈积极, 这些投资为平台的长期健康发展奠定了基础。

投资建议 参考中国互联网头部公司的估值以及美股电商同业公司的估值, 以及拼多多过去的业绩表现与新业务拓展的潜力, 我们认为目前拼多多的估值水平已经十分吸引。尽管如此由于公司对业务增速和费用率的展望不及预期, 我们维持公司 132.0 美元/ADR 的目标价, 对应 2024/2025 年的 10.5x/8.6x 市盈率估值, 维持“买入”评级。

风险提示: 竞争压力持续加大, 新兴电商崛起, 政策法规变化, 全球业务不确定性。

财务及估值摘要

截止12月31日财政年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
收入(千元)	130,557,589	247,639,205	405,965,401	510,179,856	614,602,091
变动(%)	39.0%	89.7%	63.9%	25.7%	20.5%
毛利率	75.9%	63.0%	61.8%	62.5%	63.0%
净利润(千元)	31,538,062	60,026,544	114,506,390	138,737,359	171,230,106
经调整净利润(千元)	39,529,722	67,899,292	124,463,704	148,694,673	181,187,420
经调整净利润变动(%)	185.8%	71.8%	83.3%	19.5%	21.9%
ROE	26.8%	32.1%	37.9%	31.5%	28.0%
市销率	7.9	4.2	2.5	2.0	1.7
市盈率	26.0	15.1	8.3	6.9	5.7

数据来源: 公司公告, 国证国际预测

汪阳 资讯科技行业分析师

+852-22131400

alexwang@sdicsi.com.hk

附表：财务报表预测
财务报表摘要
损益表

<千元>, 财务年度截至<12月31日>

	2022年 实际	2023年 实际	2024年 预测	2025年 预测	2026年 预测
收入	130,557,589	247,639,205	405,965,401	510,179,856	614,602,091
营业成本	-31,462,298	-91,723,577	-155,197,762	-191,317,446	-227,402,774
毛利	99,095,291	155,915,628	250,767,639	318,862,410	387,199,317
研发费用	-10,384,716	-10,952,374	-12,809,844	-17,856,295	-20,281,869
销售费用	-54,343,719	-82,188,870	-117,992,809	-155,604,856	-178,234,606
管理费用	-3,964,935	-4,075,622	-8,045,099	-12,754,496	-14,135,848
营业利润	30,401,921	58,698,762	111,919,887	132,646,763	174,546,994
利息收入	3,997,100	10,238,080	21,334,492	25,508,993	22,125,675
利息支出	-51,655	-43,987	0	-51,018	-61,460
汇兑净收益	-149,710	35,721	-948,831	0	0
其他收益	2,221,358	2,952,579	2,416,097	4,591,619	6,146,021
税前盈利	36,419,014	71,881,155	134,721,646	162,696,356	202,757,230
所得税	-4,725,667	-11,849,904	-20,215,256	-23,958,997	-31,527,124
净利润	31,538,062	60,026,544	114,506,390	138,737,359	171,230,106
少数股东应占利润	0	0	0	0	0
归母净利润	31,538,062	60,026,544	114,506,390	138,737,359	171,230,106
经调整归母净利润	39,529,722	67,899,292	124,463,704	148,694,673	181,187,420
增长					
总收入 (%)	39.0%	89.7%	63.9%	25.7%	0.0%
EBIT (%)	285.2%	97.4%	87.4%	20.8%	24.6%
归母净利润	306.0%	90.3%	90.8%	21.2%	23.4%
经调整归母净利润	185.8%	71.8%	83.3%	19.5%	21.9%

资产负债表

<千元>, 财务年度截至<12月31日>

	2022年 实际	2023年 实际	2024年 预测	2025年 预测	2026年 预测
现金	92,300,417	121,779,905	273,148,405	555,976,267	743,630,296
应收账款	6,906,526	11,342,187	11,342,187	11,342,187	11,342,187
短期投资	115,112,554	157,415,365	157,415,365	157,415,365	157,415,365
其他流动资产	2,298,379	4,213,015	19,189,643	16,769,096	18,776,677
流动资产合计	216,617,876	294,750,472	461,095,600	741,502,915	931,164,525
固定资产	1,044,847	979,597	1,040,159	1,204,897	1,273,810
无形资产	134,002	21,148	21,148	21,148	21,148
经营租赁使用权资产	1,416,081	4,104,889	4,104,889	4,104,889	4,104,889
其他非流动资产	17,907,147	48,222,014	48,222,014	48,222,014	48,222,014
非流动资产合计	20,502,077	53,327,648	53,388,210	53,552,948	53,621,861
总资产	237,119,953	348,078,120	514,483,810	795,055,863	984,786,386
应付账款	64,993,086	76,236,028	128,135,328	269,970,022	288,470,439
预收款项	1,389,655	2,144,610	2,144,610	2,144,610	2,144,610
其他短期负债	50,506,739	74,520,263	74,520,263	74,520,263	74,520,263
短期负债合计	116,889,480	152,900,901	204,800,201	346,634,895	365,135,312
租赁	870,782	2,644,260	2,644,260	2,644,260	2,644,260
其他负债	1,588,780	5,291,352	5,291,352	5,291,352	5,291,352
长期负债合计	2,459,562	7,935,612	7,935,612	7,935,612	7,935,612
总负债	119,349,042	160,836,513	212,735,813	354,570,507	373,070,924
股东权益合计	117,770,911	187,241,607	301,747,997	440,485,356	611,715,462

财务分析

	2022年 实际	2023年 实际	2024年 预测	2025年 预测	2026年 预测
盈利能力					
毛利率 (%)	75.9%	63.0%	61.8%	62.5%	63.0%
研发费用率	8.0%	4.4%	3.2%	3.5%	3.3%
销售费用率	41.6%	33.2%	29.1%	30.5%	29.0%
管理费用率	3.0%	1.6%	2.0%	2.5%	2.3%
有效税率	13.0%	16.5%	15.0%	14.7%	15.5%
净利率 (%)	24.2%	24.2%	28.2%	27.2%	27.9%
ROE	26.8%	32.1%	37.9%	31.5%	28.0%
ROA	13.3%	17.2%	22.3%	17.5%	17.4%
营运表现					
存货周转天数	-	-	-	-	1.00
应收账款天数	16.3	13.3	10.1	8.0	6.6
应付账款天数	740.7	277.2	237.0	374.6	442.0
财务状况					
流动比率	1.9	1.9	2.3	2.1	2.6
速动比例	1.8	1.9	2.2	2.1	2.5
总负债/总资产	0.5	0.5	0.4	0.4	0.4
经营性现金流/收入	0.4	0.4	0.3	0.5	0.3

现金流量表

<千元>, 财务年度截至<12月31日>

	2022年 实际	2023年 实际	2024年 预测	2025年 预测	2026年 预测
税前利润	36,419,014	71,881,155	134,721,646	162,696,356	202,757,230
折旧摊销	2,224,169	786,235	849,438	945,262	1,041,087
已付税项	-4,725,667	-11,849,904	-20,215,256	-23,958,997	-31,527,124
利息收支	-554,792	-1,310,798	-21,334,492	-25,457,975	-22,064,215
+(-) 应付账款	-1,982,634	-4,422,661	0	0	0
+(-) 应付账款	462,757	11,185,523	51,899,300	141,834,693	18,500,417
+(-) 预收账款	222,891	754,955	0	0	0
+(-) 预付账款	758,282	-2,121,308	-14,976,628	2,420,547	-2,007,581
其他经营活动	15,683,840	29,259,334	0	0	0
经营活动现金流	48,507,860	94,162,531	130,944,008	258,479,887	166,699,814
短期投资收支	-18,486,102	-16,814,442	0	0	0
长期投资收支	-6,795,838	-25,051,222	0	0	0
其他投资活动	2,920,270	-13,565,614	-910,000	-1,110,000	-1,110,000
投资活动现金流	-22,361,670	-55,431,278	-910,000	-1,110,000	-1,110,000
偿还短期债务	0	0	0	0	0
回购可转换债券	0	-8,968,817	0	0	0
其他融资活动	10,079	8,191	0	0	0
融资活动现金流	10,079	-8,960,626	21,334,492	25,457,975	22,064,215
现金变化	26,256,446	29,479,488	151,368,500	282,827,862	187,654,029
期初持有现金	66,043,971	92,300,417	121,779,905	273,148,405	555,976,267
汇兑变化	100,177	-291,139	0	0	0
期末持有现金	92,300,417	121,779,905	273,148,405	555,976,267	743,630,296

数据来源：公司资料，国证国际预测

客户服务热线

香港：2213 1888

国内：40086 95517

免责声明

本报告只提供给阁下作参考用途，并非作为或被视为出售或购买或认购证券的邀请或向任何特定人士作出邀请。此报告内所提到的证券可能在某些地区不能出售。此报告所载的资料由国证国际证券(香港)有限公司(国证国际)编写。此报告所载资料的来源皆被国证国际认为可靠。此报告所载的见解，分析，预测，推断和期望都是以这些可靠数据为基础，只是代表观点的表达。国证国际，其母公司和/或附属公司或任何个人不能担保其准确性或完整性。此报告所载的资料、意见及推测反映国证国际于最初发此报告日期当日的判断，可随时更改而毋须另行通知。国证国际，其母公司或任何其附属公司不会对因使用此报告内之材料而引致任何人士的直接或间接或相关之损失负上任何责任。

此报告内所提到的任何投资都可能涉及相当大的风险，若干投资可能不易变卖，而且也可能不适合所有的投资者。此报告中所提到的投资价值或从中获得的收入可能会受汇率影响而波动。过去的表现不能代表未来的业绩。此报告没有把任何投资者的投资目标，财务状况或特殊需求考虑进去。投资者不应仅依靠此报告，而应根据自己的判断作出投资决定。投资者依据此报告的建议而作出任何投资行动前，应咨询专业意见。

国证国际及其高级职员、董事、员工，可能不时地，在相关的法律、规则或规定的许可下 (1)持有或买卖此报告中所提到的公司的证券，(2)进行与此报告内容相异的仓盘买卖，(3)与此报告所提到的任何公司存在顾问，投资银行，或其他金融服务业务关系，(4)又或可能已经向此报告所提到的公司提供了大量的建议或投资服务。投资银行或资产管理可能作出与此报告相反投资决定或持有与此报告不同或相反意见。此报告的意见亦可能与销售人员、交易员或其他集团成员专业人员的意见不同或相反。国证国际，其母公司和/或附属公司的一位或多位董事，高级职员和/或员工可能是此报告提到的证券发行人的董事或高级人员。(5)可能涉及此报告所提到的公司的证券进行自营或庄家活动。

此报告对于收件人来说是完全机密的文件。此报告的全部或任何部分均严禁以任何方式再分发予任何人士，尤其(但不限于)此报告及其任何副本均不可被带往或传送到日本、加拿大或美国，或直接或间接分发至美国或任何美国人士(根据1933年美国证券法S规则的解释)，国证国际也没有任何意图派发此报告给那些居住在法律或政策不允许派发或发布此报告的地方的人。

收件人应注意国证国际可能会与本报告所提及的股票发行人进行业务往来或不时自行及/或代表其客户持有该等股票的权益。因此，投资者应注意国证国际可能存在影响本报告客观性的利益冲突，而国证国际将不会因此而负上任何责任。

此报告受到版权和资料全面保护。除非获得国证国际的授权，任何人不得以任何目的复制，派发或出版此报告。国证国际保留一切权利。

规范性披露

- 本研究报告的分析员或其有联系者(参照证监会持牌人守则中的定义)并未担任此报告提到的上市公司的董事或高级职员。
- 本研究报告的分析员或其有联系者(参照证监会持牌人守则中的定义)并未拥有此报告提到的上市公司有关的任何财务权益。
- 国证国际拥有此报告提到的上市公司的财务权益少于1%或完全不拥有该上市公司的财务权益。

公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 预期未来6个月的投资收益率为15%以上；
- 增持 — 预期未来6个月的投资收益率为5%至15%；
- 中性 — 预期未来6个月的投资收益率为-5%至5%；
- 减持 — 预期未来6个月的投资收益率为-5%至-15%；
- 卖出 — 预期未来6个月的投资收益率为-15%以下。

国证国际证券(香港)有限公司

地址：香港中环交易广场第一座三十九楼

电话：+852-2213 1000

传真：+852-2213 1010