



拼多多 (PDD.US): 业绩全面超预期, 上调目标价, 维持行业首选

我们重申对拼多多的“买入”评级, 维持行业首选, 上调目标价至 108 美元, 潜在升幅 46%。

• **维持强劲增长势头, 业绩全面超预期:** 拼多多三季度收入实现加速增长, 同比增长 65% 至 355 亿人民币, 超市场预期 15%; 其中, 在线营销服务收入为 284 亿, 同比增长 58%; 交易服务收入为 70 亿, 同比增长 102%, 商品销售收入 0.56 亿, 同比下降 31%。调整后净利润为 124 亿, 去年同期为 31.5 亿, 高于市场预期的 71 亿。

• **本季度高利润率或难以持续, 仍彰显强盈利能力:** 本季度调整后净利率为 35.1%, 去年同期为 14.6%, 在二季度高基数 (34.3%) 上环比仍略有提升, 主要由于部分项目投入受到影响。公司表示未来将继续加大对供应链和农业数字业务的投入, 本季度高利润率或难以持续。我们认为, 虽然未来几个季度利润率或有所波动, 公司核心盈利能力并未改变。在互联网行业整体降本增效大背景下, 公司在费用管控方面仍有提升空间。本季度销售费用同比增长 40% 至 140 亿, 销售费率为 39.6%, 同比下降 17 个百分点, 环比上升 3.5 个百分点, 经营效率逐步改善。

性价比优势和品牌化战略驱动业绩增长, 抢占市场份额: 考虑到当前宏观经济环境, 我们认为消费者在进行消费决策时会更加倾向于考虑商品性价比, 拼多多的低价优势正受益于此。另外, 品牌上行也是公司未来的重要增长驱动。公司通过百亿补贴等活动持续丰富品牌商品, 据我们渠道调研, 平台上品牌商品 GMV 占比已超过 50%。品牌商家入驻和品牌占比提升, 有助于继续带动客单价及变现率的提升。此外, 海外业务或进一步打开市场空间, 但目前尚属早期, 仍有待观察。

• **维持“买入”评级, 上调目标价至 108 美元:** 我们将公司 2023E/2024E 收入预测分别上调 8%/8%, 上调目标价至 108 美元, 对应 2023E/2024E 年 25x/19x 市盈率。我们看好公司市场份额扩张, 维持“买入”。

• **投资风险:** 政策不确定性; 竞争激烈。

图表 1: 盈利预测和财务指标

人民币百万元	FY20	FY21	FY22E	FY23E	FY24E
营业收入	59,492	93,950	130,225	161,621	189,613
经营利润	(9,380)	6,897	31,555	39,597	54,040
调整后净利润	(2,965)	13,830	38,414	43,784	56,580
调整后目标 PE(x)			28.4	24.9	19.3

E=浦银国际预测; 资料来源: Bloomberg、浦银国际

赵丹

互联网分析师

dan_zhao@spdbi.com

(852) 2808 6436

杨子超

助理分析师

charles_yang@spdbi.com

(852) 2808 6409

2022 年 11 月 29 日

评级

买入

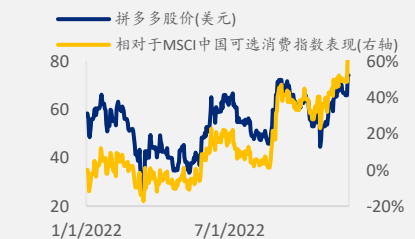
目标价 (美元)	108
潜在升幅/降幅	+46%
目前股价 (美元)	74.05
52 周内股价区间 (美元)	23.21-76.36
总市值 (百万美元)	93,628
近 3 月日均成交额 (百万美元)	764

注: 数据截至 2022 年 11 月 28 日

市场预期区间



股价表现



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	FY20	FY21	FY22E	FY23E	FY24E
收入	59,492	93,950	130,225	161,621	189,613
收入成本	(19,279)	(31,718)	(31,618)	(40,405)	(45,507)
毛利	40,213	62,232	98,607	121,216	144,106
研发费用	(6,892)	(8,993)	(11,334)	(14,546)	(17,065)
销售费用	(41,195)	(44,802)	(52,406)	(63,032)	(68,261)
管理费用	(1,507)	(1,541)	(3,312)	(4,041)	(4,740)
其他费用	-	-	-	-	-
经营盈利	(9,380)	6,897	31,555	39,597	54,040
利息收入	1,698	1,831	3,356	3,859	4,245
其他收益净额	419	728	1,927	-	-
除税前盈利	(7,263)	9,455	36,838	43,456	58,285
其他损益	84	247	(76)	-	-
所得税开支	-	(1,934)	(5,863)	(8,691)	(11,657)
年度盈利	(7,180)	7,769	30,898	34,765	46,628
调整后净利润	(2,965)	13,830	38,414	43,784	56,580

现金流量表

人民币百万元	FY20	FY21	FY22E	FY23E	FY24E
净利润	(7,180)	7,769	30,898	34,765	46,628
折旧及摊销	652	1,495	1,794	2,153	2,584
其他调整项	3,675	5,957	7,409	9,018	9,952
营运资金变动	31,050	13,562	9,531	10,561	10,779
经营现金流	28,197	28,783	49,632	56,499	69,943
固定资产	(43)	(3,287)	(2,629)	(3,155)	(3,786)
投资	(38,077)	(32,721)	(26,176)	(20,941)	(16,753)
其他投资现金流	(238)	445	-	-	-
投资现金流	(38,358)	(35,562)	(28,806)	(24,097)	(20,539)
借款净额	906	(1,875)	-	-	-
发行股票	37,869	-	-	-	-
发行优先股/债券	13,024	-	-	-	-
其他融资现金流	(0)	0	-	-	-
融资现金流	51,799	(1,875)	-	-	-
汇率变动影响	(140)	(145)	-	-	-
现金及现金等价物净流量	41,498	(8,800)	20,826	32,402	49,403
年初现金及现金等价物	33,346	74,844	66,044	86,870	119,272
年末现金及现金等价物	74,844	66,044	86,870	119,272	168,675

资产负债表

人民币百万元	FY20	FY21	FY22E	FY23E	FY24E
现金及现金等价物	22,421	6,427	27,253	59,655	109,058
应收款项	4,970	4,924	4,861	4,782	4,690
短期投资	64,551	86,517	112,693	133,634	150,387
其他流动资产	57,582	63,042	63,042	63,042	63,042
流动资产合计	149,524	160,909	207,848	261,113	327,177
固定资产	203	2,203	2,704	3,306	4,027
无形资产	1,277	701	868	1,069	1,309
其他非流动资产	7,905	17,396	17,563	17,763	18,004
非流动资产合计	9,385	20,301	21,136	22,138	23,340
资产总计	158,909	181,210	228,984	283,250	350,517
短期借款	1,866	-	-	-	-
应付账款	57,220	64,473	70,265	76,187	81,523
其他流动负债	24,796	29,257	32,932	37,493	42,844
流动负债合计	83,882	93,730	103,197	113,680	124,367
可转债	14,433	11,789	11,789	11,789	11,789
其他非流动负债	418	577	577	577	577
非流动负债合计	14,851	12,365	12,365	12,365	12,365
负债总计	98,733	106,095	115,563	126,045	136,732
股本溢价	86,699	95,341	102,750	111,768	121,720
保留盈利及其他	(26,523)	(20,226)	10,671	45,437	92,065
权益总额	60,176	75,115	113,421	157,205	213,785

主要财务比率

	FY20	FY21	FY22E	FY23E	FY24E
盈利增速					
营业收入增速	97.4%	57.9%	38.6%	24.1%	17.3%
毛利润增速	68.9%	54.8%	58.5%	22.9%	18.9%
经营利润增速	NM	NM	357.5%	25.5%	36.5%
净利润增速	NM	NM	297.7%	12.5%	34.1%
调整后净利润增速	NM	NM	297.7%	12.5%	34.1%
盈利能力比率					
毛利率	67.6%	66.2%	75.7%	75.0%	76.0%
经营利润率	-15.8%	7.3%	24.2%	24.5%	28.5%
净利率	-12.1%	8.3%	23.7%	21.5%	24.6%
调整后净利率	-5.0%	14.7%	29.5%	27.1%	29.8%
每股指标 (元)					
基本EPS	-6.0	6.2	24.5	27.5	36.9
摊薄EPS	-6.0	5.4	21.4	24.1	32.3
调整后EPS	-2.5	9.7	26.6	30.3	39.2
每股指标增速					
基本EPS增速	NM	NM	294.7%	12.5%	34.1%
摊薄EPS增速	NM	NM	293.4%	12.5%	34.1%
调整后EPS增速	NM	NM	174.8%	14.0%	29.2%
估值 (倍)					
调整后目标P/E			28.4	24.9	19.3
目标P/S			8.4	6.8	5.8
目标P/B			9.6	6.9	5.1

E=浦银国际预测

资料来源: Bloomberg、浦银国际预测

图表 2: 拼多多财务预测对比

人民币百万	2022E			2023E			2023E		
	调整后	调整前	差异	调整后	调整前	差异	调整后	调整前	差异
收入	130,225	124,062	5.0%	161,621	149,596	8.0%	189,613	175,513	8.0%
毛利润	98,607	88,292	11.7%	121,216	107,709	12.5%	144,106	126,369	14.0%
经营利润	31,555	25,421	24.1%	39,597	36,651	8.0%	54,040	46,511	16.2%
净利润	30,898	24,351	26.9%	34,765	32,106	8.3%	46,628	40,273	15.8%
调整后净利润	38,414	31,142	23.4%	43,784	39,653	10.4%	56,580	48,754	16.1%

资料来源: Bloomberg、浦银国际

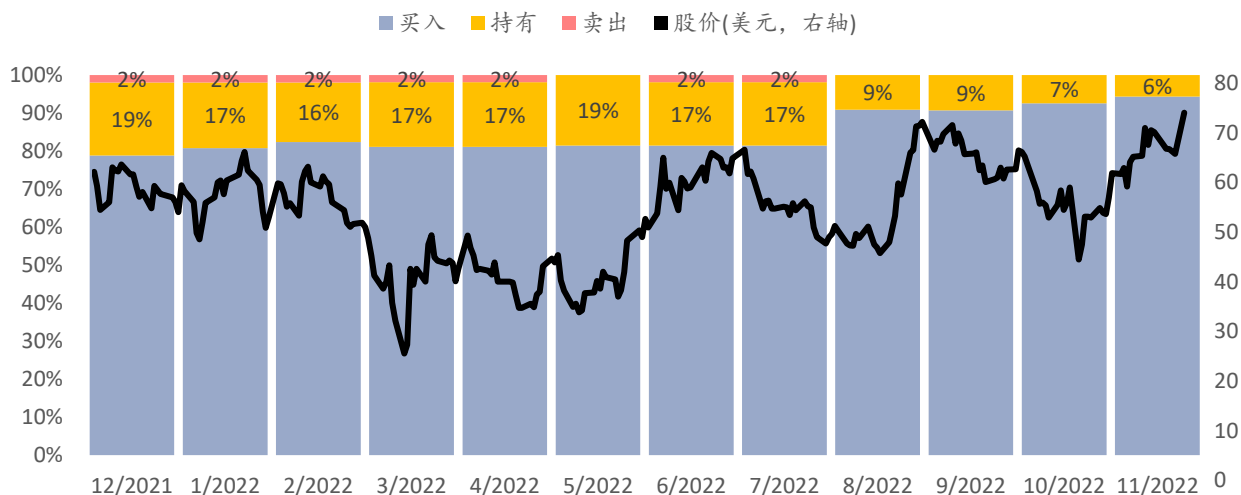
图表 3: 浦银国际目标价: 拼多多 (PDD.US)



注: 截至 2022 年 11 月 28 日收盘 资料来源: Bloomberg、浦银国际

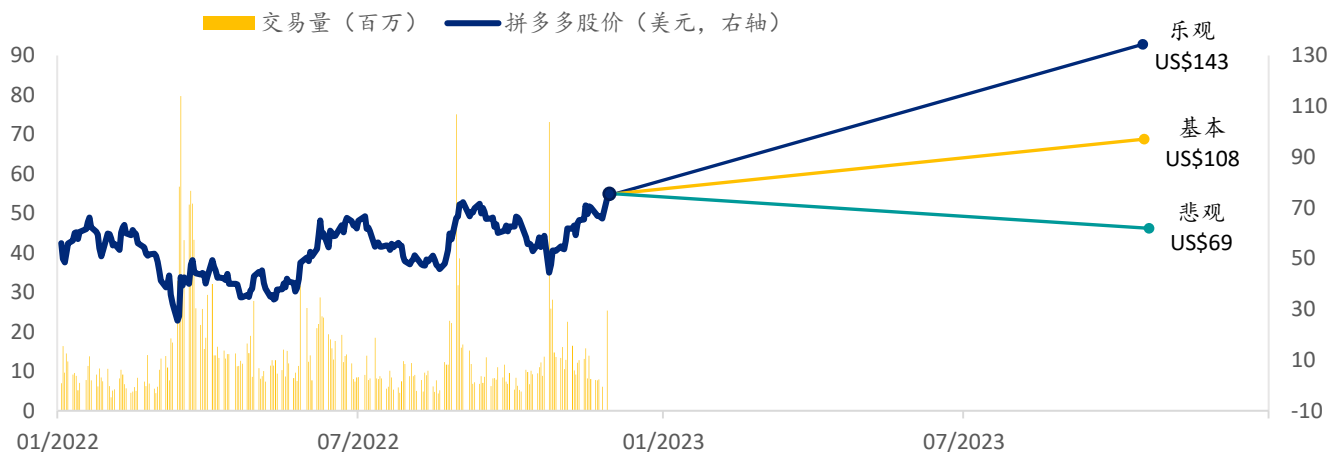
SPDBI 乐观与悲观情景假设

图表 4: 拼多多市场普遍预期



资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 5: 拼多多 SPDBI 情景假设



乐观情景: 公司盈利水平好于预期
(概率: 20%)

目标价: 143 美元

- 若公司 2023 年 GMV 超过 4 万亿, 将推动收入增长好于预期。
- 跨境电商业务发展成效显著, 或发展新增长动力。

悲观情景: 公司盈利水平不及预期
(概率: 20%)

目标价: 69 美元

- 若公司 2023 年 GMV 低于 3.5 万亿, 收入增长或逊于预期。
- 若跨境电商业务加速扩张但 GMV 表现不佳, 或对公司整体利润率造成影响。

资料来源: 浦银国际预测

图表 6: 损益表

人民币百万元	FY20	FY21	FY22E	FY23E	FY24E
损益表					
收入	59,492	93,950	130,225	161,621	189,613
收入成本	(19,279)	(31,718)	(31,618)	(40,405)	(45,507)
毛利	40,213	62,232	98,607	121,216	144,106
研发费用	(6,892)	(8,993)	(11,334)	(14,546)	(17,065)
销售费用	(41,195)	(44,802)	(52,406)	(63,032)	(68,261)
管理费用	(1,507)	(1,541)	(3,312)	(4,041)	(4,740)
其他费用	-	-	-	-	-
经营盈利	(9,380)	6,897	31,555	39,597	54,040
利息收入	1,698	1,831	3,356	3,859	4,245
其他收益净额	419	728	1,927	-	-
除税前盈利	(7,263)	9,455	36,838	43,456	58,285
其他损益	84	247	(76)	-	-
所得税开支	-	(1,934)	(5,863)	(8,691)	(11,657)
年度盈利	(7,180)	7,769	30,898	34,765	46,628

E=浦银国际预测

资料来源: 公司年报, 浦银国际

图表 7: 资产负债表和简明现金流量表

人民币百万元	FY20	FY21	FY22E	FY23E	FY24E
资产负债表					
现金及现金等价物	22,421	6,427	27,253	59,655	109,058
应收款项	4,970	4,924	4,861	4,782	4,690
短期投资	64,551	86,517	112,693	133,634	150,387
其他流动资产	57,582	63,042	63,042	63,042	63,042
流动资产合计	149,524	160,909	207,848	261,113	327,177
固定资产	203	2,203	2,704	3,306	4,027
无形资产	1,277	701	868	1,069	1,309
其他非流动资产	7,905	17,396	17,563	17,763	18,004
非流动资产合计	9,385	20,301	21,136	22,138	23,340
资产总计	158,909	181,210	228,984	283,250	350,517
短期借款	1,866	-	-	-	-
应付账款	57,220	64,473	70,265	76,187	81,523
其他流动负债	24,796	29,257	32,932	37,493	42,844
流动负债合计	83,882	93,730	103,197	113,680	124,367
可转债	14,433	11,789	11,789	11,789	11,789
其他非流动负债	418	577	577	577	577
非流动负债合计	14,851	12,365	12,365	12,365	12,365
负债总计	98,733	106,095	115,563	126,045	136,732
-	-	-	-	-	-
股本溢价	86,699	95,341	102,750	111,768	121,720
保留盈利及其他	(26,523)	(20,226)	10,671	45,437	92,065
权益总额	60,176	75,115	113,421	157,205	213,785
简明现金流量表					
经营活动所得现金流量净额	28,197	28,783	49,632	56,499	69,943
投资活动现金流量净额	(38,358)	(35,562)	(28,806)	(24,097)	(20,539)
融资活动所得现金流量净额	51,799	(1,875)	-	-	-
汇率变动影响	(140)	(145)	-	-	-
现金及现金等价物增加净额	41,498	(8,800)	20,826	32,402	49,403
年初现金及现金等价物	33,346	74,844	66,044	86,870	119,272
年末现金及现金等价物	74,844	66,044	86,870	119,272	168,675

E=浦银国际预测

资料来源: 公司年报, 浦银国际

图表 8: 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)	评级及目标价发布 日期	行业
9988 HK Equity	阿里巴巴	78.75	买入	124.00	9/9/2022	电商
BABA US Equity	阿里巴巴	75.88	买入	127.00	9/9/2022	电商
9618 HK Equity	京东	210.80	买入	291.00	9/9/2022	电商
JD US Equity	京东	49.91	买入	75.00	9/9/2022	电商
PDD US Equity	拼多多	74.05	买入	108.00	29/11/2022	电商
VIPS US Equity	唯品会	9.87	持有	11.00	9/9/2022	电商
9878 HK Equity	汇通达	30.45	买入	50.00	9/9/2022	电商
9991 HK Equity	宝尊	11.02	持有	21.00	9/9/2022	电商
BZUN US Equity	宝尊	4.17	持有	8.00	9/9/2022	电商
700 HK Equity	腾讯	285.80	买入	427.00	19/8/2022	游戏、社交
3690 HK Equity	美团	155.40	买入	233.00	14/6/2022	本地生活服务
1024 HK Equity	快手	54.80	买入	100.00	25/5/2022	短视频
9626 HK Equity	哔哩哔哩	108.60	买入	259.00	14/6/2022	游戏、中视频
BILI US Equity	哔哩哔哩	12.59	买入	33.00	14/6/2022	游戏、中视频
780 HK Equity	同程旅行	15.36	买入	20.00	25/8/2021	OTA
8083 HK Equity	中国有赞	0.18	持有	1.20	12/8/2021	SaaS
2013 HK Equity	微盟	4.31	买入	10.20	14/12/2021	SaaS
3888 HK Equity	金山软件	23.60	买入	28.00	12/4/2022	SaaS
600588 CH Equity	用友网络	22.87	买入	24.00	4/5/2022	SaaS
268 HK Equity	金蝶	12.72	买入	31.00	21/12/2020	SaaS
909 HK Equity	明源云	6.07	买入	28.00	14/12/2021	SaaS
SE US Equity	Sea	53.45	买入	140.00	18/5/2022	电商、游戏

资料来源: Bloomberg、浦银国际。港股截至 11 月 29 日收盘价, 美股截至 11 月 28 日收盘价

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(汇通达 9878.HK)在过去 12 个月内有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。

浦银国际证券机构销售团队

周文硕

tallan_zhou@spdbi.com

852-2808 6476

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

