拼多多 (PDD US)

强大的消费者心智助推变现进程及成本优化

拼多多建立了强大的消费者心智和价值主张，这有助于在宏观不确定的情况下推动具备韧性的营收增长。拼多多也在战略性的扩充更多的品牌产品，这将有助于货币化率提升。较强的用户粘性可以帮助拼多多优化经营费用，为商家提供成本效益更好的流量，这将有助于拼多多建立可持续的竞争优势，并帮助公司持续扩张在线上零售中的市场份额。同时，拼多多是轻资产平台型商业模式，其强大的经营现金流获取能力可以支持其在拓宽新的潜在可触达市场举措上的探索，如跨境电商。我们预计拼多多 2021-2024 年营收复合增长率为 20.9%，Non-GAAP 净利复合增长率为 48.2%。我们基于 DCF 估值的目标价为 92.9 美元，对应 24.2 倍 2023 年 PE，维持买入评级。

- **高粘性用户基础助力深化变现。**相较电商同业，拼多多具备更快的 GMV 增长，同时货币化率也有进一步的提升空间。根据 QuestMobile 的数据，拼多多 2022 年 7 月 DAU/MAU 为 60.4%（同比提升 5.5pp），而淘宝为 40.4%（同比提升 2.2pp），京东为 21.3%（同比提升 0.6pp）。强大的用户粘性有助于确保活跃的成交。随着越来越多的品牌和商家通过拼多多的平台进行销售，其变现的潜力持续提升。我们预计在平台为商家提供的附加价值变得不明显之前，拼多多变现率积极的提升趋势将有望持续。

- **品牌产品和高单价商品将支撑 ARPU 增长。**每用户平均营收（ARPU）的提升将支撑拼多多的 GMV 增长，而品牌商品持续进驻拼多多的平台、及高单价商品陆续进驻拼多多平台，将为 ARPU 提升带来支撑。我们预计 2021-2024 年拼多多 GMV/在线营销服务收入复合增长率分别为 16.6/20.3%。

- **收入和现金流增长强劲，关注新项目的投资步伐。**受益于拼多多在核心类目建立的消费者心智和高用户粘性，我们认为拼多多可以更主动的管控其销售营销费用花销。由于拼多多在驱动营收增长中维持较为严格的 ROI 目标，拼多多 2021-2024 年的销售营销费用率或将持续优化，直至拼多多决心在可以支持其长期营收和净利增长的新业务上加大投入，如跨境电商。我们预计 2022-2024 年拼多多的 Non-GAAP 销售营销费用率将优化至 37.4/36.0/35.0%（2021 年：46.0%），这将推动 Non-GAAP 经营利率提升至 27.1/28.7/29.6%（2021 年：12.4%）。

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY20A	FY21A	FY22E	FY23E	FY24E
销售收入 (百万人民币)	59,492	93,950	119,494	144,739	166,149
同比增长 (%)	97.4	57.9	27.2	21.1	14.8
净利润 (百万人民币)	(7,179.7)	7,768.7	23,866.8	30,496.6	37,113.1
调整后净利润 (百万人民币)	(2,965.0)	13,829.5	30,915.4	37,930.3	44,974.1
调整后每股收益 (人民币)	(2.49)	9.56	21.64	26.55	31.48
市盈率 (倍)	na	123.0	17.9	14.0	11.5
市净率 (倍)	10.2	12.7	4.0	3.0	2.3
股本回报率 (%)	(16.9)	11.5	26.2	24.3	22.2

资料来源：公司、彭博及招银国际证券预测

买入（维持）

目标价	92.90 美元
潜在升幅	95.5%
当前股价	47.53 美元

中国互联网

贺赛一
(852) 3916 1739
hesaiyi@cmbi.com.hk

陶冶
franktao@cmbi.com.hk

陆文韬
luwentao@cmbi.com.hk

黄 群
(852) 3900 0889
sophiehuang@cmbi.com.hk

许义鑫
(852) 3900 0849
easonxu@cmbi.com.hk

公司数据

市值(百万美元)	67,893.8
3 月平均流通量(百万美元)	58.1
52 周内股价高/低(百万美元)	95.00/25.53
总股本 (百万)	1428.4

资料来源：FactSet

股东结构

黄峥及关联机构	27.9%
腾讯及关联机构	15.5%

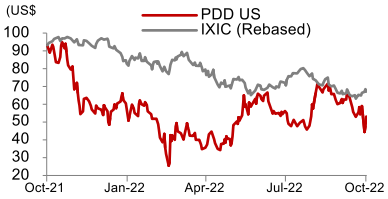
资料来源：纳斯达克

股价表现

	绝对回报	相对回报
1 -月	-20.8%	-21.5%
3 -月	-15.4%	9.0%
6 -月	33.5%	58.5%

资料来源：FactSet

股份表现



资料来源：FactSet

财务分析

损益表	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
年结 12 月 31 日（百万人民币）						
销售收入	**30,142**	**59,492**	**93,950**	**119,494**	**144,739**	**166,149**
销售成本	(6,339)	(19,279)	(31,718)	(32,422)	(39,052)	(45,054)
毛利润	**23,803**	**40,213**	**62,232**	**87,071**	**105,687**	**121,095**
运营费用	**(32,341)**	**(49,594)**	**(55,335)**	**(61,615)**	**(71,592)**	**(79,773)**
销售费用	(27,174)	(41,195)	(44,802)	(46,722)	(54,422)	(60,644)
行政费用	(1,297)	(1,507)	(1,541)	(2,266)	(2,600)	(2,819)
研发费用	(3,870)	(6,892)	(8,993)	(12,626)	(14,570)	(16,310)
其他	0	0	0	0	0	0
运营利润	**(8,538)**	**(9,380)**	**6,897**	**25,457**	**34,095**	**41,321**
利息收入	1,542	2,455	3,062	3,253	3,554	4,386
利息支出	(146)	(757)	(1,231)	(472)	(472)	(472)
外汇收益/损失	63	225	72	72	72	72
其他	83	194	656	656	656	656
税前利润	**(6,996)**	**(7,263)**	**9,455**	**28,966**	**37,905**	**45,964**
所得税	0	0	(1,934)	(5,346)	(7,655)	(9,098)
其他	29	84	247	247	247	247
税后利润	**(6,968)**	**(7,180)**	**7,769**	**23,867**	**30,497**	**37,113**
非控股权益	0	0	0	0	0	0
净利润	**(6,968)**	**(7,180)**	**7,769**	**23,867**	**30,497**	**37,113**
调整后净利润	**(4,266)**	**(2,965)**	**13,830**	**30,915**	**37,930**	**44,974**

资产负债表	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
年结 12 月 31 日（百万人民币）						
流动资产	**73,001**	**149,524**	**160,909**	**217,153**	**279,049**	**345,200**
现金与现金等价物	5,768	22,421	6,427	61,556	122,351	187,568
限制性现金	27,578	52,422	59,617	59,617	59,617	59,617
应收账款	1,051	730	674	857	1,038	1,191
预付款项	950	5,160	3,425	4,356	5,276	6,057
其他流动资产	37,654	68,791	90,767	90,767	90,767	90,767
非流动资产	**3,056**	**9,385**	**20,301**	**22,162**	**21,173**	**20,183**
物业及厂房及设备（净额）	41	203	2,203	89	101	110
使用权资产	517	630	939	939	939	939
无形资产	1,994	1,277	701	4,677	3,677	2,677
其他非流动资产	503	7,275	16,457	16,457	16,457	16,457
总资产	**76,057**	**158,909**	**181,210**	**239,315**	**300,222**	**365,383**
流动负债	**45,768**	**83,882**	**93,730**	**120,188**	**143,217**	**163,455**
短期债务	899	1,866	0	0	0	0
应付账款	29,926	53,834	62,510	80,815	96,516	110,619
其他流动负债	9,950	16,735	16,707	21,030	24,573	27,499
租赁负债	116	253	427	427	427	427
应计费用	4,877	11,193	14,086	17,915	21,700	24,910
非流动负债	**5,643**	**14,851**	**12,365**	**12,365**	**12,365**	**12,365**
可转换债券	5,207	14,433	11,789	11,789	11,789	11,789
其他非流动负债	436	418	577	577	577	577
总负债	**51,410**	**98,733**	**106,095**	**132,553**	**155,582**	**175,821**
股本	0	0	0	0	0	0
资本盈余	41,494	86,699	95,341	95,341	95,341	95,341
留存收益	(18,295)	(25,475)	(17,707)	13,941	51,819	96,741
其他储备	1,448	(1,048)	(2,520)	(2,520)	(2,520)	(2,520)
股东权益总额	**24,647**	**60,176**	**75,115**	**106,762**	**144,640**	**189,562**
总负债和股东权益	**76,057**	**158,909**	**181,210**	**239,315**	**300,222**	**365,383**

现金流量表	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
年结 12 月 31 日（百万人民币）						
经营现金流						
税前利润	**(6,996)**	**(7,263)**	**9,455**	**28,966**	**37,905**	**45,964**
折旧摊销	638	652	1,495	1,097	1,120	1,141
税款	0	0	(1,934)	(5,346)	(7,655)	(9,098)
营运资金变化	18,606	31,050	13,562	25,344	21,927	19,305
其他	2,574	3,759	6,204	7,177	7,629	8,056
净经营现金流	**14,821**	**28,197**	**28,783**	**57,238**	**60,926**	**65,368**
投资现金流						
资本开支	(62)	(43)	(3,287)	(2,109)	(132)	(151)
收购与投资	(52,666)	(93,160)	(130,268)	0	0	0
处理短期投资所得现金	24,798	55,083	97,547	0	0	0
其他	(390)	(238)	445	0	0	0
净投资现金流	**(28,320)**	**(38,358)**	**(35,562)**	**(2,109)**	**(132)**	**(151)**
融资现金流						
净借贷	897	906	(1,875)	0	0	0
发行股票所得现金	14,958	50,893	0	(0)	0	0
股票回购	0	0	0	0	0	0
其他	0	(0)	0	0	0	0
净融资现金流	**15,855**	**51,799**	**(1,875)**	**(0)**	**0**	**0**
净现金流变动						
年初现金	30,540	33,346	74,844	6,427	61,556	122,351
汇率变动	450	(140)	(145)	0	0	0
其他	0	0	(59,617)	0	0	0
年末现金	**33,346**	**74,844**	**6,427**	**61,556**	**122,351**	**187,568**

增长率	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
年结 12 月 31 日						
销售收入	129.7%	97.4%	57.9%	27.2%	21.1%	14.8%
毛利润	133.0%	68.9%	54.8%	39.9%	21.4%	14.6%
经营利润	na	na	na	269.1%	33.9%	21.2%
净利润	na	na	na	207.2%	27.8%	21.7%
调整后净利润	na	na	na	123.5%	22.7%	18.6%

盈利能力比率	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
年结 12 月 31 日						
毛利率	79.0%	67.6%	66.2%	72.9%	73.0%	72.9%
营业利益率	(28.3%)	(15.8%)	7.3%	21.3%	23.6%	24.9%
调整后净利润率	(14.2%)	(5.0%)	14.7%	25.9%	26.2%	27.1%
股本回报率	(32.1%)	(16.9%)	11.5%	26.2%	24.3%	22.2%

资产负债比率	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
年结 12 月 31 日						
净负债/股东权益比率（倍）	na	na	na	na	na	na
流动比率（倍）	1.6	1.8	1.7	1.8	1.9	2.1
应收账款周转天数	7.9	5.5	2.7	2.3	2.4	2.4
存货周转天数	na	na	na	na	na	na
应付帐款周转天数	(1,359.0)	(792.9)	(669.4)	(806.8)	(828.7)	(839.0)

估值指标	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
年结 12 月 31 日						
市盈率	na	na	123.0	17.9	14.0	11.5
市盈率（摊薄）	na	na	79.7	15.8	12.9	10.8
市帐率	9.2	10.2	12.7	4.0	3.0	2.3
市现率	na	na	na	na	na	na
股息（%）	na	na	na	na	na	na
企业价值	na	na	na	na	na	na
企业价值 / 销售额	na	na	na	na	na	na
企业价值 / EBIT	na	na	na	na	na	na
企业价值 / EBITDA	na	na	na	na	na	na

资料来源：公司及招银国际证券。预测注释：现金净额计算包括金融资产。

免责声明及披露

分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容之分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告 30 日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告 3 个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

招银国际环球市场投资评级

买入 ：股价于未来 12 个月的潜在涨幅超过 15%
持有 ：股价于未来 12 个月的潜在变幅在-10%至+15%之间
卖出 ：股价于未来 12 个月的潜在跌幅超过 10%
未评级 ：招银国际证券并未给予投资评级

招银国际环球市场行业投资评级

优于大市 ：行业股价于未来12 个月预期表现跑赢大市指标
同步大市 ：行业股价于未来12 个月预期表现与大市指标相若
落后大市 ：行业股价于未来 12 个月预期表现跑输大市指标

招银国际环球市场有限公司

地址: 香港中环花园道 3 号冠君大厦 45 楼 **电话:** (852) 3900 0888 **传真:** (852) 3900 0800

招银国际环球市场有限公司(“招银国际环球市场”)为招银国际金融有限公司之全资附属公司 (招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司)

重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招银国际环球市场不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招银国际环球市场建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决定。

本报告包含的任何信息由招银国际环球市场编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的错误、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律责任。任何使用本报告信息所作的投资决定完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。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，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显着区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银国际环球市场可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他投资银行相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。

如需索取更多有关证券的信息，请与我们联络。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)不时修订之英国 2000 年金融服务及市场法令 2005 年(金融推广)令(“金融服务令”)第 19(5) 条之人士及(II) 属金融服务令第 49(2) (a) 至(d) 条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招银国际环球市场书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美国投资者

招银国际环球市场不是在美国的注册经纪交易商。因此，招银国际环球市场不受美国就有关研究报告准备和研究分析员独立性的规则的约束。负责撰写本报告的全部或部分内容之分析员，未在美国金融业监管局（“FINRA”）注册或获得研究分析师的资格。分析员不受旨在确保分析师不受可能影响研究报告可靠性的潜在利益冲突的相关 FINRA 规则的限制。本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法 (经修订) 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。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。

对于在新加坡的收件人

本报告由 CMBI (Singapore) Pte. Limited （CMBISG）（公司注册号 201731928D）在新加坡分发。CMBISG 是在《财务顾问法案》（新加坡法例第 110 章）下所界定，并由新加坡金融管理局监管的豁免财务顾问公司。 CMBISG 可根据《财务顾问条例》第 32C 条下的安排分发其各自的外国实体，附属机构或其他外国研究机构篇制的报告。 如果报告在新加坡分发给非《证券与期货法案》（新加坡法例第 289 章）所定义的认可投资者，专家投资者或机构投资者，则 CMBISG 仅会在法律要求的范围内对这些人士就报告内容承担法律责任。 新加坡的收件人应致电（+65 6350 4400）联系 CMBISG，以了解由本报告引起或与之相关的事宜。