

2021Q1 财报点评：广告业务增长符合预期，多多买菜收入规模迅速提升 买入（维持）

2021年05月29日

证券分析师 张良卫

执业证号：S0600516070001

021-60199793

zhanglw@dwzq.com.cn

研究助理 张飞鹏

021-60199793

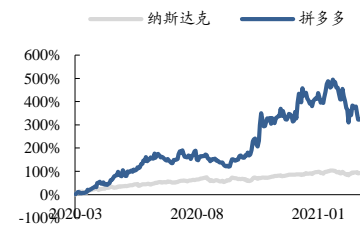
zhangfp@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	59,492	113,001	159,738	214,511
同比(%)	97.4%	89.9%	41.4%	34.3%
归母净利润(百万元)	-7,180	-6,583	3,910	11,305
同比(%)	3.0%	8.3%	159.4%	189.1%
每股收益(元/股)	-1.5	-1.3	0.8	2.3
P/E(倍)	-137.9	-152.2	256.2	88.6

投资要点

- 2021Q1 拼多多实现营收 222 亿元（注：以下除涉及到公司市值为美元单位，其余均为人民币），同比增长 239%，扣除 1P 业务的卖货收入，电商平台业务同比增长 161%（多多买菜收入计入佣金收入）。Non-GAAP 归母净利润为人民币-18.9 亿元，由于社区团购的大量投入，利润转负。业绩情况符合市场预期。本季度平台年活跃买家数达 8.24 亿，环比增长 3500 万。平台业务中，佣金收入的大幅提升（+180%）主要在于多多买菜的收入增长及 GMV 规模的提升，电商业务的佣金率并无明显变化。
- 由于去年同期的低基数效应，广告业务大幅增长。本季度广告业务同比大幅增长 157%，远超过去 6 个季度的增长水平，平台业务收入同比增长 161%，主要原因在于去年同期的低基数效应。疫情下，公司给予商户流量费用的大幅优惠，从而使得 2020Q1 广告货币化率降低至 1.8%，若还原回正常经营状态下的 2.65%，则本季度广告收入同比增长 75%，符合预期。
- GMV 杠杆效应持续显现，各项费用率全面收窄。2021Q1 销售费用率为 59%，较 2020Q1 的 112%，同比下降 53 个百分点，营销费用的杠杆效应持续显现。此外，管理费用率、研发费用率均在收入的杠杆效应下持续下降。2021Q1 管理费用率为 1.6%，同比下滑 3.6 个百分点；研发费用率为 10.0%，同比下降 12.5 个百分点。
- 公司用户增长速度下滑，用户体量接近中国互联网网民总数。年度活跃买家数已达 8.24 亿，环比增长 3500 万人，用户体量接近中国互联网网民总数，增长速度开始下滑，未来单用户支出的提升将成为公司业绩增长主要动力。
- 盈利预测与投资评级：由于多多买菜业务的投入较大，我们将 2021-2023 年的 EPS 从-0.1/2.2/4.0 元下调至-1.3/0.8/2.3 元，对应 PE 分别为-152.2/256.2/88.6 倍（美元/人民币=6.4，每 ADR=4 股股票）。多多买菜投入虽短期影响到公司业绩，但将构筑越来越强的竞争优势，为 GMV 增长带来新的增量，我们维持公司“买入”评级。
- 风险提示：补贴滑坡后 GMV 增长乏力，品类拓展低于预期，用户年均消费遇到瓶颈

股价走势



市场数据（每 ADR=4 股）

ADR 收盘价(美元)	124.88
一年最低/最高价	66.9/202.8
市净率(倍)	16.49
流通美股市值(百万美元)	156,510.86

基础数据

每 ADR 净资产(元)	10.9
资产负债率(%)	59.35
总股本(百万股)	5013.16
流通美股(百万股)	5013.16

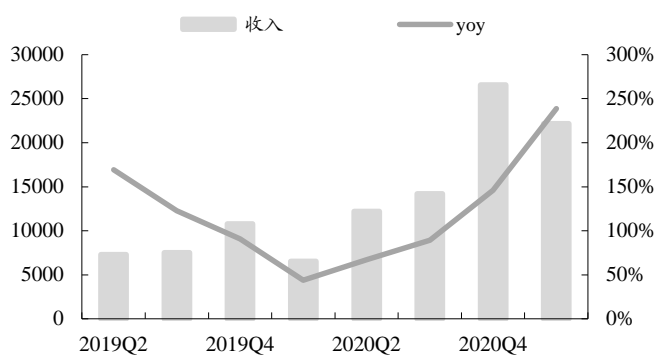
相关研究

- 1、《拼多多 (PDD.O)：核心电商企业的分析框架与拼多多“三分天下”的商业逻辑》2020-12-23

1. 业绩超预期，新业务崭露头角

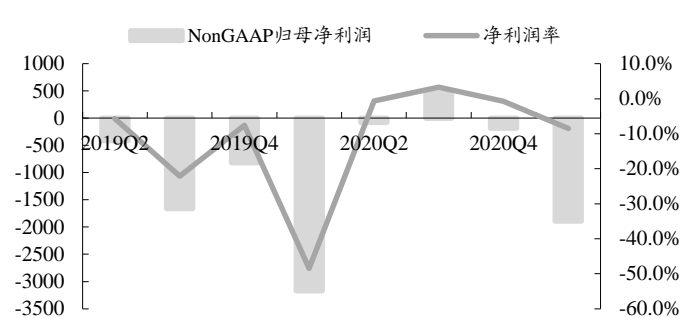
2021Q1 拼多多实现营收 222 亿元（注：以下除涉及到公司市值为美元单位，其余均为人民币），同比增长 239%，扣除 1P 业务的卖货收入，电商平台业务同比增长 161%（多多买菜收入计入佣金收入），超市场预期。Non-GAAP 归母净利润为人民币-18.9 亿元，由于社区团购的大量投入，利润转负。本季度平台年活跃买家数达 8.24 亿，环比增长 0.35 亿。

图 1: 公司收入变化情况 (百万元)



数据来源：公司财报，东吴证券研究所

图 2: 公司 NonGAAP 归母净利润变化情况 (百万元)

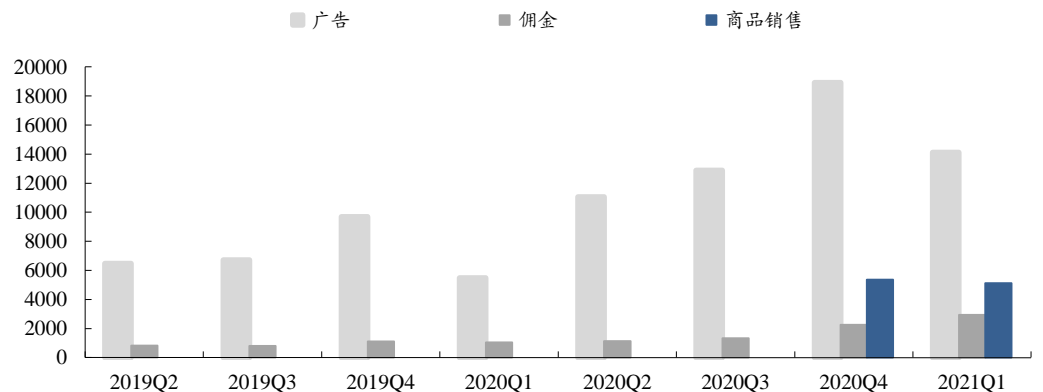


数据来源：公司财报，东吴证券研究所

1.1. 营业收入快速增长，但 1P 业务与社区团购发展使收入构成发生变化

2021Q1 实现营收 222 亿元 (+239% yoy)，其中 1P 商品销售收入为 51.2 亿元，扣除这部分因素，电商平台业务收入 170.4 亿元，同比增长 161%，其中广告收入 141.1 亿元 (+157% yoy)；交易佣金收入 29.3 亿元 (+180% yoy)。

图 3: 公司收入结构 (百万元)



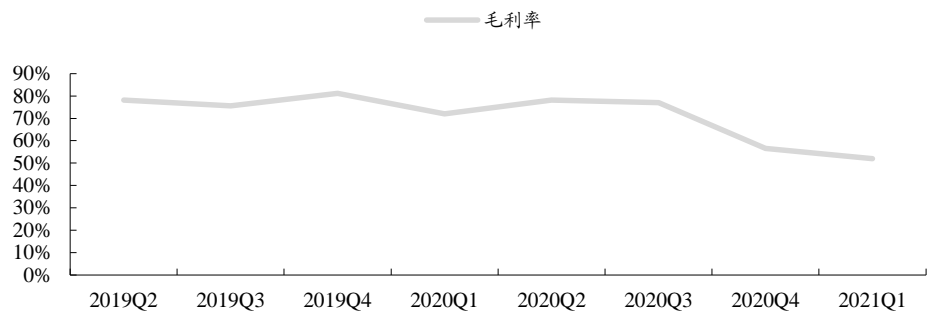
数据来源：公司财报，东吴证券研究所

公司报表中的商品销售业务收入，是由于平台察觉消费者对部分商品有明确需求，但平台上没有可以提供这一商品的商家，于是平台自己组织供应链进行生产销售，以满足这一部分用户需求。这一业务只是平台业务的补充，长期会维持在较小的收入占比。

1.2. 由于 1P 业务与社区团购业务的发展，公司毛利率持续下滑

2021Q1 整体毛利率为 52%，较 19 年同期同比下滑 20 个百分点，毛利率的大幅波动是因为商品销售业务的毛利率较低以及多多买菜的投入较高所致（多多买菜的履约费用计入到营业成本）。

图 4: 毛利率出现显著下滑

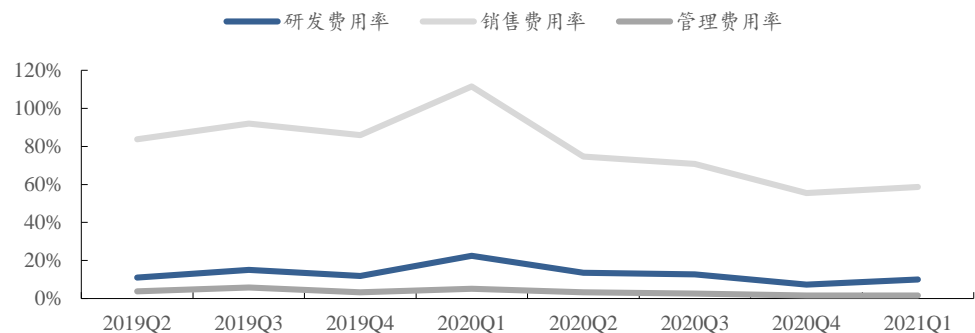


数据来源：公司财报，东吴证券研究所

1.3. GMV 杠杆效应持续显现，各项费用率全面收窄

2021Q1 销售费用率为 59%，较 20Q1 的 112%，同比下降 53 个百分点，营销费用的杠杆效应持续显现。此外，管理费用率、研发费用率均在收入的杠杆效应下持续下降。2021Q1 管理费用率为 1.6%，同比下滑 3.6 pct;研发费用率为 10.0%，同比下降 12.5pct。

图 5: 公司费用率持续下滑



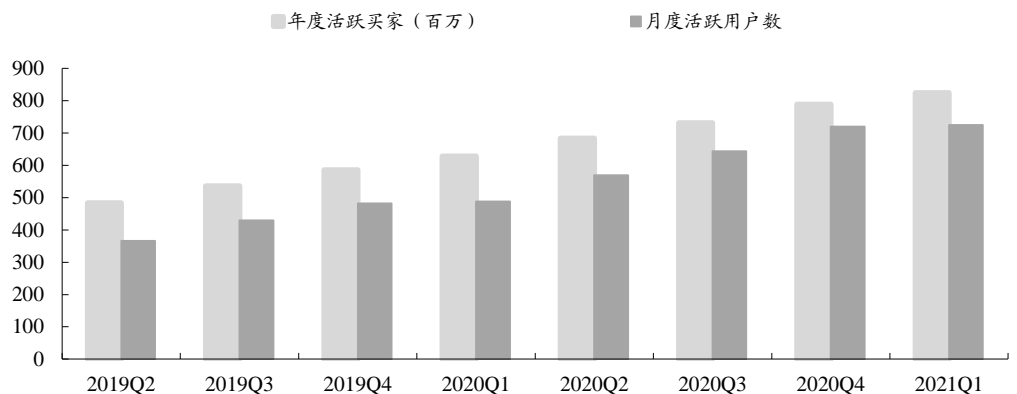
数据来源：公司财报，东吴证券研究所

2. 用户增长速度下滑，货币化率大幅提高

2.1. 公司用户增长速度下滑，用户体量接近中国互联网网民总数

2021Q1 拼多多 MAU 达 7.25 亿，同比增长 49%；年度活跃买家达 8.24 亿，同比增长 31%，环比增长 0.35 亿。用户体量接近中国互联网网民总数，增长速度开始下滑，未来单用户支出的提升将成为公司业绩增长主要动力。

图 6: 拼多多买家数与月活情况 (百万)

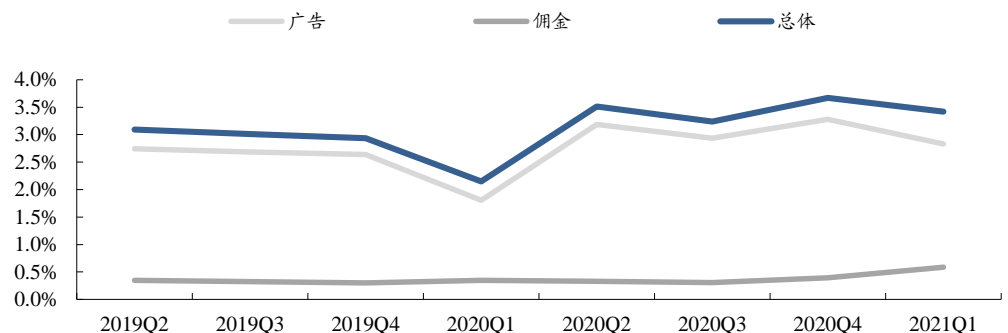


数据来源：公司财报，东吴证券研究所

2.2. 广告货币化率提升，公司货币化能力持续提升

由于 GMV 未披露，我们根据已有历史数据推算公司货币化率，本季度佣金率的环比增长主要来自于多多买菜的收入体现，广告货币化率的提升表明公司货币化能力持续提升。

图 7: 货币化率持续提高



数据来源：公司财报，东吴证券研究所

3. 盈利预测与投资评级

由于多多买菜业务的投入较大，我们将 2021-2023 年的 EPS 从-0.1/2.2/4.0 元下调至 -1.3/0.8/2.3 元，对应 PE 分别为-152.2/256.2/88.6 倍（美元/人民币=6.4，每 ADR=4 股股票）。多多买菜投入虽短期影响到公司业绩，但将构筑越来越强的竞争优势，为 GMV 增长带来新的增量，我们维持公司“买入”评级。

4. 风险提示

补贴滑坡后 GMV 增长乏力，品类拓展低于预期，用户年均消费遇到瓶颈

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中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投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

- 买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;
- 增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;
- 中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间;
- 减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间;
- 卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级:

- 增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;
- 中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘 -5% 与 5%;
- 减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>

