

拼多多 (PDD.O) 22Q2 财报点评

平台收入强劲增长，业绩超预期抬升长期盈利空间

拼多多发布 2022Q2 财报，22Q2 公司收入增长强劲，实现营业收入 314.4 亿元，同比增长 36.4%；业绩增长超预期，实现归属于普通股股东的 Non-GAAP 净利润 107.8 亿元，同比增长 161.2%。我们看好公司业务长期增长潜力及盈利空间，维持“强烈推荐”评级。

- **平台营销服务及佣金收入强劲增长。**22Q2 公司实现营业收入 314.4 亿元，同比+36.4%，其中在线市场服务收入为 251.7 亿元，同比+39.2%；佣金收入为 62.2 亿元，同比+106.7%；商品销售收入 0.5 亿元，同比-97.4%。平台运营方面，公司注重改善用户消费体验、提升消费者心智，进而实现用户的长期高质量发展。
- **费用率大幅改善，业绩增长超预期。**22Q2 实现毛利率 74.7%，同比+8.9pct；本季度公司降本增效效果良好，费用率大幅下降，Non-GAAP 口径下二季度销售费用率为 34.4%，同比-9pct，管理费用率为 0.5%，同比-0.4pct，研发费用率为 6.2%，同比-1.4pct。疫情压力下公司整体经营彰显韧性，业绩增长超预期，实现 Non-GAAP 归母净利润 107.8 亿元，同比+161.2pct，Non-GAAP 归母净利率为 34.3%，同比+16.4pct，验证公司长期盈利空间。
- **坚定推进重农战略、加码农业科技投入。**百亿农研专项成立以来公司始终坚持技术推动农业数字化战略，农业方面持续开展研发投入，深入农产品原产地致力于开发最前沿的农业生产技术，并针对农业产业链各环节实施基础设施数字化改造，旨在利用科学技术助力农产品上行，加强平台在农业领域的经营壁垒，推动平台涉农订单及整体 GMV 持续增长。未来公司将继续坚定开展长期、可持续的农业科技创新投入，为公司长期发展提供持久动力。
- **投资建议：**拼多多 Q2 业绩超预期表现抬升长期盈利空间，重投农业及品牌化战略下 GMV 及盈利能力增长可期。我们调整公司 2022-2024 年 Non-GAAP 归母净利润分别为 310.99/462.29/588.52 亿元，给予拼多多 2022 年 Non-GAAP 归母净利润 25 倍 PE，对应目标价 96.9 美元，维持“强烈推荐”评级。

□ **风险提示：**疫情反复；行业竞争加剧；农产品发展进度不达预期。

财务数据与估值

会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E
主营收入(百万元)	59492	93950	130172	170064	208058
同比增长	97%	58%	39%	31%	22%
净利润(百万元)	-7180	7769	24591	37726	48449
同比增长	3%	-208%	217%	53%	28%
NON-GAAP 净利润	-2965	13830	31099	46229	58852
同比增长			125%	49%	27%
每股收益(元)	-1.51	1.55	4.91	7.53	9.67
P/E(倍)	-64.4	59.5	18.8	12.2	9.5

资料来源：公司数据、招商证券

强烈推荐 (维持)

消费品/商业

目标估值：96.90 美元

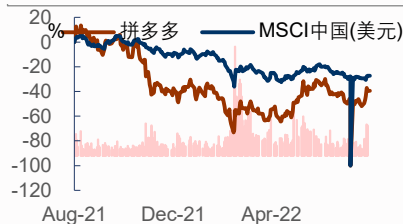
当前股价：70.2 美元

基础数据

总股本(万股)	505754
已上市流通股(万股)	0
总市值(亿元)	728
流通市值(亿元)	0
每股净资产(MRQ)	2.68
ROE(TTM)	-9.57
资产负债率	59.4%
主要股东	黄峥
主要股东持股比例	27.9%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	17.5	11.5	-39.2
相对表现	16.6	25.9	-12.4



资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

- 1、《拼多多 (PDD.O) 2022Q1 业绩点评—平台收入保持较快增长，盈利能力超市场预期》2022-05-29
- 2、《拼多多 (PDD.O) 2021Q4 业绩点评—GMV 保持高速增长，盈利能力持续验证》2022-03-27

丁浙川 S1090519070002

dingzhechuan@cmschina.com.cn

李秀敏 S1090520070003

lixiumin1@cmschina.com.cn

潘威全 研究助理

panweiquan@cmschina.com.cn

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
流动资产	149524	160909	206328	261319	323132
现金及等价物	22421	6427	25642	51774	86100
交易性金融资产	0	0	0	0	0
其他短期投资	64551	86517	86517	86517	86517
应收账款及票	0	0	0	0	0
其它应收款	5333	4924	6822	8913	10904
存货	1718	0	0	0	0
其他流动资产	55500	63042	87347	114116	139611
非流动资产	9385	20301	21043	21715	22323
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	203	2203	2946	3618	4226
无形资产	1277	701	701	701	701
其他	7905	17396	17396	17396	17396
资产总计	158909	181210	227371	283034	345455
流动负债	83882	93730	115400	140715	166004
应付账款	1138	0	0	0	0
应交税金	2882	0	0	0	0
短期借款	1866	0	0	0	0
其他	77996	93730	115400	140715	166004
长期负债	14851	12365	12365	12365	12365
长期借款	14433	11789	11789	11789	11789
其他	418	577	577	577	577
负债合计	98733	106095	127766	153080	178370
股本	0	0	0	0	0
储备	24647	60176	75114	99605	129953
少数股东权益	0	0	0	0	0
归母所有者权	60176	75115	99605	129953	167085
负债及权益合计	158909	181210	227371	283034	345455

现金流量表

单位：百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	28197	28783	20194	34207	46100
净利润	(7180)	7769	24591	37726	48449
折旧与摊销	652	0	257	328	392
运营资本变动	31050	0	(4533)	(3545)	(2197)
其他非现金调整	3675	21014	(121)	(302)	(544)
投资活动现金	(38358)	(35562)	(13)	168	410
资本性支出	(43)	0	(1000)	(1000)	(1000)
出售固资的现金	0	0	0	0	0
投资增减	148482	0	0	0	0
其它	0	(35562)	987	1168	1410
筹资活动现金流	51799	(1875)	(966)	(8243)	(12184)
债务增减	13930	0	0	0	0
股本增减	37869	0	0	0	0
股利支付	0	0	100	7377	11318
其它筹资	(0)	(1875)	(866)	(866)	(866)
其它调整	0	0	(201)	(14754)	(22635)
现金净增加额	41498	(8800)	19215	26132	34327

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
总营业收入	59492	93950	130172	170064	208058
主营收入	59492	93950	130172	170064	208058
营业成本	19279	31718	39051	47618	56176
毛利	40213	62232	91120	122446	151883
营业支出	49594	55335	58654	72648	88028
营业利润	(9380)	6897	32466	49798	63855
利息支出	757	1231	866	866	866
利息收入	2455	3062	187	368	610
权益性投资损益	84	247	300	300	300
其他非经营性损益	194	656	500	500	500
非经常项目损益	225	72	100	100	100
除税前利润	(7180)	9702	32687	50201	64499
所得税	0	1934	8097	12475	16050
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属普通股股东净利	(7180)	7769	24591	37726	48449
经调整净利润	13830	31099	46229	58852	72543
EPS (元)	(1.51)	1.55	4.91	7.53	9.67

主要财务比率

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
年成长率					
营业收入	97%	58%	39%	31%	22%
营业利润	10%	-174%	371%	53%	28%
净利润	3%	-208%	217%	53%	28%
获利能力					
毛利率	67.6%	66.2%	70.0%	72.0%	73.0%
净利率	-12.1%	8.3%	18.9%	22.2%	23.3%
ROE	-11.9%	10.3%	24.7%	29.0%	29.0%
ROIC	-8.7%	9.9%	22.5%	27.0%	27.4%
偿债能力					
资产负债率	62.1%	58.5%	56.2%	54.1%	51.6%
净负债比率	10.3%	6.5%	5.2%	4.2%	3.4%
流动比率	1.8	1.7	1.8	1.9	1.9
速动比率	1.8	1.7	1.8	1.9	1.9
营运能力					
资产周转率	0.4	0.5	0.6	0.6	0.6
存货周转率	22.4	36.9			
应收帐款周转率	13.4	18.3	22.2	21.6	21.0
应付帐款周转率	33.9	55.8			
每股资料(元)					
EPS	-1.51	1.55	4.91	7.53	9.67
每股经营现金	5.92	5.74	4.03	6.82	9.20
每股净资产	12.63	14.98	19.87	25.93	33.33
每股股利	0.02	0.02	1.47	2.26	2.90

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

丁浙川，商业团队首席分析师，布里斯托大学金融硕士、电子科技大学工学学士，曾任职于华泰证券研究所，2019年加入招商证券，善于前瞻性地从行业发展趋势发现投资机会，团队覆盖领域包括互联网电商、本地生活、免税酒店餐饮旅游、商贸零售、人力资源等，2019-2020年Wind金牌分析师零售行业第一名，2021年choice最佳分析师零售行业第一名。

李秀敏，商业团队资深分析师，浙江大学/复旦大学金融学学士/硕士，2018年6月加入招商证券，重点覆盖本地生活、免税、餐饮、酒店板块。团队获得2019年Wind金牌分析师餐饮旅游行业第一名，2020年金牛奖休闲服务行业最佳分析团队客观量化榜单第二名。

潘威全，研究助理，香港大学金融学硕士，武汉大学金融学学士，2022年加入招商证券，主要方向为社会服务板块，覆盖餐饮、人力资源等行业。

李星馨，研究助理，中国人民大学国际商务硕士，南开大学国际商务学士，2022年加入招商证券，主要方向为电商零售板块，覆盖互联网电商、本地生活、商贸零售等行业。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后6-12个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A股市场以沪深300指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制，仅对中国境内投资者发布，请您自行评估接收相关内容的适当性。本公司不会因您收到、阅读相关内容而视您为中国境内投资者。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。