

市场价格 (美元): 57.57 美元

坚持农研, 收入利润均超预期

市场数据 (人民币)

沪深 300 指数

4090

公司基本情况 (人民币)

项目	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	59,491.87	93,949.94	118,219.11	136,871.72	168,496.46
营业收入增长率	97.37%	57.92%	25.83%	15.78%	23.11%
归母净利润(百万元)	-7,179.74	7,768.67	23,616.43	31,248.16	45,616.96
归母净利润增长率	-3.04%	208.20%	204.00%	32.32%	45.98%
摊薄每股收益(元)	-1.45	1.54	4.13	5.47	7.98
每股经营性现金流净额	3.19	5.69	3.06	4.59	5.69
ROE(归属母公司)(摊薄)	-0.28	-0.12	0.16	0.17	0.18
P/E	NA	36.03	13.94	10.53	7.21
P/B	14.21	3.73	3.27	2.73	2.25

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 2022年8月29日公司公布22年Q2业绩。Q2收入314.40亿元, 同比36.42%, 彭博一致预期236.23亿元, 高于一致预期33.09%; 毛利润234.78亿元, 同比54.99%, 彭博一致预期165.29亿元, 高于一致预期42.04%; Non-GAAP净利润107.41亿元, 同比198.16%, 彭博一致预期41.95亿元, 高于一致预期156.04%。

经营分析

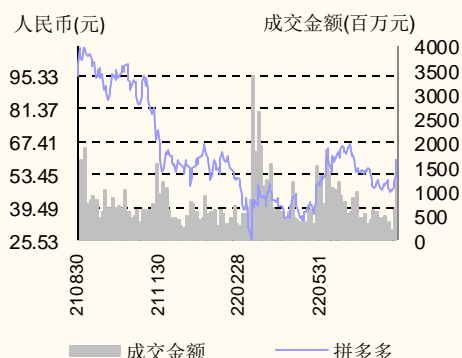
- 受益于疫后消费的回暖及消费者信心的回升, 公司收入增长超预期。Q2在线营销收入251.73亿元, 同比39.23%, 占收入比例80.07%, 彭博一致预期185.92亿元, 高于一致预期35.40%; 交易服务收入62.16亿元, 同比106.68%, 增长强劲, 占收入比例19.77%, 彭博一致预期52.30亿元, 高于一致预期18.85%。
- 经营杠杆持续显现, 费用率收窄。费用率整体47.01% (同比-10.05pct), 其中销售费用率36.08% (同比-8.99pct), 管理费用率2.63% (同比+0.74pct), 研发费用率8.31% (同比-1.80pct)。销售费用率降低主要由于疫情期间投放缩减, 长期公司仍将保持一定投放巩固竞争力。
- 长期坚持农研战略, 同时尝试海外业务探索。公司积极推进乡村产业数字化, “寻鲜中国”、“农货节”等项目助力农货打开销路, 助农直播高热度。此外, 对于海外业务的探索, 公司将从消费者需求出发, 创造独特价值。

投资建议

- 随着疫后修复, 公司将持续发力业务上的投入, 社区团购等业务盈利能力改善, 长期降本增效有助利润释放。预计2022-2024E收入分别为1,182.19亿元(上调5.27%)/1,368.72亿元/1,684.96亿元(上调5.57%), 归母净利润分别为236.16亿元(上调57.44%)/312.48亿元(上调67.10%)/456.17亿元(上调91.76%)。对应PE为13.94x/10.53x/7.21x, 给予“买入”评级。

风险提示

- 疫情反复冲击供应链, 消费需求走弱, 用户增长不及预期, 竞争加剧等。

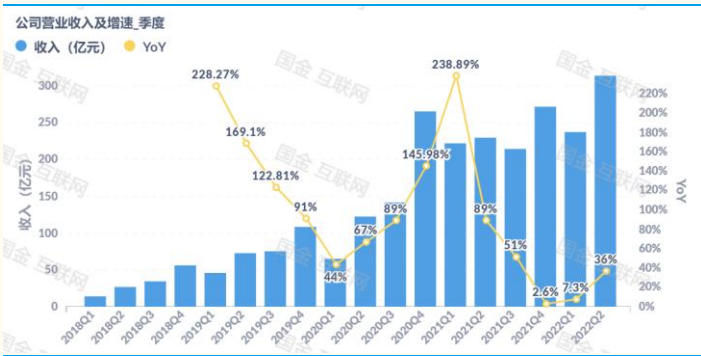


相关报告

- 《费用优化利润释放, 社区团购前景可期-拼多多公司深度报告》, 2022.7.2

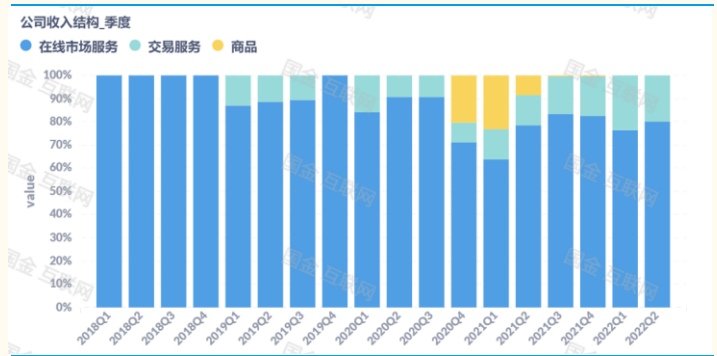
廖馨瑶 分析师 SAC 执业编号: S1130522060005
liaoxyao@gjzq.com.cn

图表 1: 拼多多收入及增速



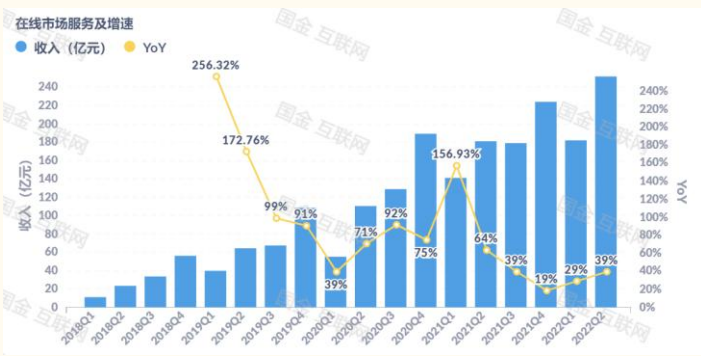
来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 2: 拼多多收入结构



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 3: 拼多多在线营销收入及增速



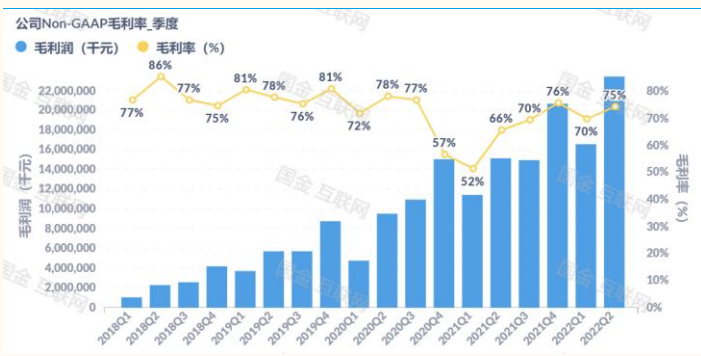
来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 4: 拼多多交易服务收入及增速



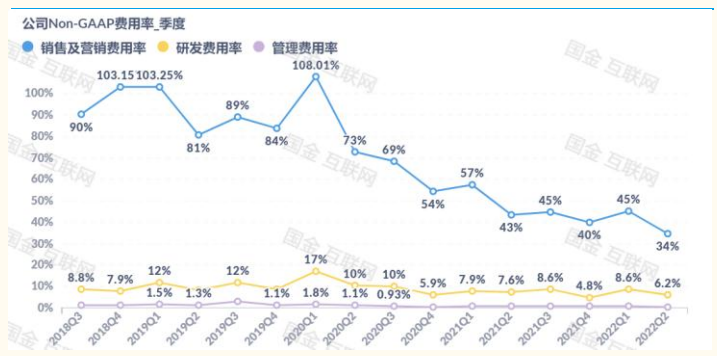
来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 5: 拼多多 Non-GAAP 毛利率



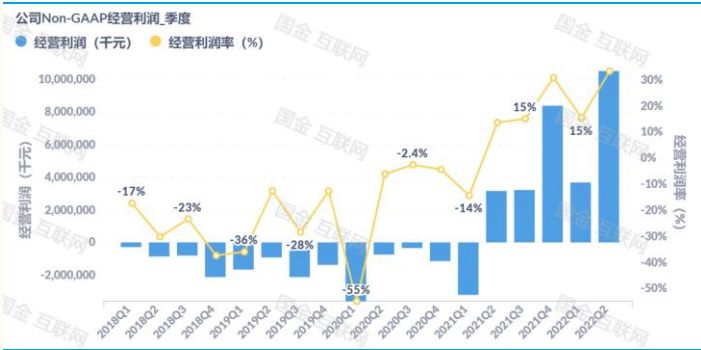
来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 6: 拼多多 Non-GAAP 费用率表现



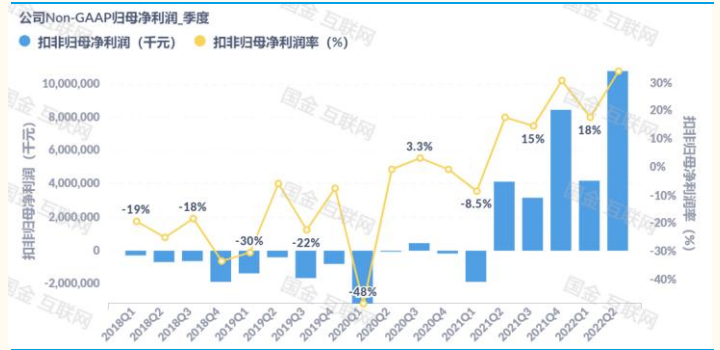
来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 7: 拼多多 Non-GAAP 经营利润率



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 8: 拼多多 Non-GAAP 归母净利率



来源: 公司公告, 国金证券研究所

风险提示

- **消费需求不及预期。**疫情反复影响可支配收入, 或导致消费需求减弱。
- **疫情反复或对供应链的通畅带来影响。**受疫情反复影响, 部分地区出现工厂停工、货品运输路线不畅等现象, 或出现供应链不畅的风险。
- **市场竞争加剧。**由于电商行业竞争对手增多, 可能对经营业绩造成影响。线下消费券刺激或导致线上消费分流。
- **用户增长或客单价增长不及预期。**下沉市场为各电商平台新增用户的主要来源, 用户增长会受到平台资源的投入、营销力度以及产品对下沉市场用户需求的理解等因素影响。补贴力度调整或影响价格敏感用户的消费行为。
- **行业政策的不确定性。**当前互联网行业处于政策加强监管时期, 中美审计监管合作协议的推进以及行业政策的不确定性可能会对相关公司的业务开展产生一定影响。
- **数据统计结果与实际偏差风险。**报告结论基于我们的线上数据跟踪, 数据的样本情况以及统计方式与实际情况有可能有所偏差。

图表 9: 拼多多利润表

单位: 百万元	2020 FY	2021 FY	2022 FY	2023 FY	2024 FY
营业收入	59,491.87	93,949.94	118,219.11	136,871.72	168,496.46
YoY %	97.37%	57.92%	25.83%	15.78%	23.11%
货币化率 %	3.22%	3.55%	4.15%	3.95%	4.05%
收入拆分:					
在线营销业务	47,953.78	72,563.40	91,457.81	104,222.68	123,818.22
YoY %	78.84%	51.32%	26.04%	13.96%	18.80%
占营业收入比例%	80.61%	77.24%	77.36%	76.15%	73.48%
货币化率 %	2.88%	2.97%	3.21%	3.03%	3.13%
交易服务收入	5,787.42	14,140.45	26,532.43	31,959.97	36,753.97
YoY %	73.89%	144.33%	87.63%	20.46%	15.00%
占营业收入比例%	9.73%	15.05%	22.44%	23.35%	21.81%
货币化率 %	0.35%	0.58%	0.93%	0.93%	0.93%
商品销售收入	5,750.67	7,246.09	228.87	689.07	7,924.28
YoY %		26.00%	-96.84%	201.07%	1050.00%
占营业收入比例%	9.67%	7.71%	0.19%	0.50%	4.70%
营业成本	-19,278.64	-31,718.09	-36,809.04	-43,473.95	-49,995.04
YoY %	204.14%	64.52%	16.05%	18.11%	15.00%
占营业收入比例%	-32.41%	-33.76%	-31.14%	-31.76%	-29.67%
毛利润	40,213.22	62,231.85	81,410.07	93,397.77	118,501.42
YoY %	68.94%	54.75%	30.82%	14.73%	26.88%
毛利率	67.59%	66.24%	68.86%	68.24%	70.33%
销售费用	-41,194.60	-44,801.72	-48,833.93	-55,457.19	-63,913.29
YoY %	51.59%	8.76%	9.00%	13.56%	15.25%
销售费用率%	-69.24%	-47.69%	-41.31%	-40.52%	-37.93%
管理费用	-1,507.30	-1,540.77	-2,026.31	-1,361.32	-2,407.66
YoY %	16.24%	2.22%	31.51%	-32.82%	76.86%
管理费用率%	-2.53%	-1.64%	-1.71%	-0.99%	-1.43%
研发费用	-6,891.65	-8,992.59	-10,664.90	-12,039.93	-14,822.45
YoY %	78.06%	30.49%	18.60%	12.89%	23.11%
研发费用率%	-11.58%	-9.57%	-9.02%	-8.80%	-8.80%
经营利润	-9,380.33	6,896.76	19,884.92	24,539.32	37,358.01
YoY %	9.86%	-173.52%	188.32%	23.41%	52.24%
占营业收入比例%	-15.77%	7.34%	16.82%	17.93%	22.17%
净利润	-7,179.74	7,768.67	23,616.43	31,248.16	45,616.96
YoY %	3.04%	-208.20%	204.00%	32.32%	45.98%
占营业收入比例%	-12.07%	8.27%	19.98%	22.83%	27.07%
归母净利润	-7,179.74	7,768.67	23,616.43	31,248.16	45,616.96
YoY %	3.04%	-208.20%	204.00%	32.32%	45.98%
占营业收入比例%	-12.07%	8.27%	19.98%	22.83%	27.07%
Non-GAAP 归母净利润	-2,965.02	13,829.52	29,999.30	38,026.37	53,961.29
YoY %	-30.49%	-566.42%	116.92%	26.76%	41.90%

来源：公司公告，国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

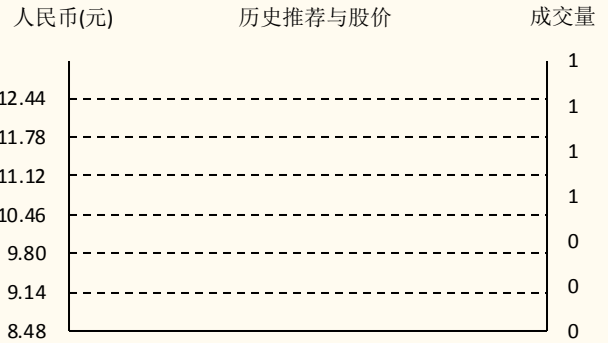
最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2022-07-02	买入		67.91 ~ 67.91

来源：国金证券研究所



投资评级的说明：

- 买入：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 15%以上；
- 增持：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 5%-15%；
- 中性：预期未来 6-12 个月内变动幅度在 -5%-5%；
- 减持：预期未来 6-12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明:

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应对本报告作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路1088号

紫竹国际大厦7楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街3号4层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳市福田区中心四路1-1号

嘉里建设广场T3-2402