

市场价格 (美元): 58.37 美元

市场数据 (人民币)

沪深 300 指数

3838

社区团购持续减亏，跨境电商增长启动 —22Q3 业绩前瞻

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 | 124,174.59 | 154,051.78 | 180,396.37 |
| 营业收入增长率 | 97.37% | 57.92% | 32.17% | 24.06% | 17.10% |
| 归母净利润(百万元) | -7,179.74 | 7,768.67 | 23,381.35 | 24,802.01 | 30,519.05 |
| 归母净利润增长率 | 3.04% | -208.20% | 200.97% | 6.08% | 23.05% |
| 摊薄每股收益(元) | -1.45 | 1.54 | 4.64 | 4.92 | 6.06 |
| 每股经营性现金流净额 | 5.69 | 5.69 | 8.29 | 9.35 | 9.35 |
| ROE(归属母公司)(摊薄) | -0.12 | 0.10 | 0.22 | 0.18 | 0.22 |
| P/E | NA | 36.06 | 16.49 | 14.94 | 10.86 |
| P/B | 8.29 | 6.64 | 4.78 | 3.54 | 3.54 |

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩前瞻

- 公司高性价比的平台特性在消费偏弱的环境下吸引更多商家和消费者。我们预计公司 Q3 的收入 309 亿，增速 44%。其中，网络营销服务收入占比约 78%，增速表现弱于 Q2，主要由于 Q3 为电商淡季，商家的广告投放的意愿在 Q2 疫情后去库存阶段和 Q4 大促阶段更为强烈；交易服务收入占比约 22%，保持高增长，主要由于 GMV 增长驱动。
- Q3 费用率环比 Q2 预计有所提升，利润率预计回落，但长期降本增效持续。Q2 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。预计 Q3 的 Non-GAAP 利润率约为 23%。

经营分析

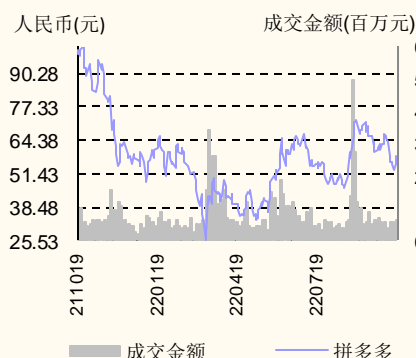
- 电商主站: 随着疫情相对 Q2 有所缓和，预计 Q3 的 GMV 为 7932 亿，增速 27%。活跃买家预计达 8.92 亿，ARPU 提升至 3184 元，增速 21%。
- 多多买菜: 持续推进降本增效，保持头部优势。预计 Q3 的 GMV 为 386 亿元，增速 88%。其中，件均价为 10.25 元，日均单量为 3763 万件，亏损率约为 8%，亏损持续收窄。
- 跨境业务: 公司在利润释放期投入跨境出海业务作为第三成长曲线，于 9 月中旬启动，充分发挥中国制造优势主打高性价比电商平台，对 2022Q3 业绩影响有限，预计销售费用投入约 4 亿元。当前处于拉新获客的重要阶段，未来一年投入预计近百亿级别，预计牺牲部分利润。

投资建议

- 公司核心电商平台业务成长性强，同时多多买菜业务亏损亦在迅速收窄，跨境电商业务或在短期内带来较大营销费用压力。预计 2022-2024E 收入分别为 1242 亿元 (上调 5%) / 1541 亿元 (上调 13%) / 1084 亿元 (上调 7%)，归母净利润分别为 234 亿元 / 248 亿元 (下调 21%) / 305 亿元 (下调 33%)。对应 PE 为 16.49x / 14.94x / 10.86x，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

1. 《坚持农研，收入利润均超预期-拼多多 2Q22 业绩点评》，2022.8.30
2. 《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

陆意

分析师 SAC 执业编号: S1130522080009
luyi5@gjzq.com.cn

廖馨瑶

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

图表 1: 拼多多利润表

| 单位 (百万元) | 2019 | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
|---------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| 营业收入 | 30,141.89 | 59,491.87 | 93,949.94 | 124,174.59 | 154,051.78 | 180,396.37 |
| YoY% | 129.74% | 97.37% | 57.92% | 32.17% | 24.06% | 17.10% |
| 收入拆分: | | | | | | |
| 网络营销服务 | 26,813.64 | 47,953.78 | 72,563.40 | 97,186.18 | 117,464.97 | 133,518.90 |
| YoY% | 132.85% | 78.84% | 51.32% | 33.93% | 20.87% | 13.67% |
| 占营业收入比例% | 88.96% | 80.61% | 77.24% | 78.27% | 76.25% | 74.01% |
| 货币化率% | 2.66% | 2.89% | 2.98% | 3.17% | 3.17% | 3.19% |
| 交易佣金 | 3,328.25 | 5,787.42 | 14,140.45 | 26,793.84 | 36,386.81 | 46,677.47 |
| YoY% | 107.44% | 73.89% | 144.33% | 89.48% | 35.80% | 28.28% |
| 占营业收入比例% | 11.04% | 9.73% | 15.05% | 21.58% | 23.62% | 25.87% |
| 货币化率% | 0.33% | 0.35% | 0.58% | 0.87% | 0.98% | 1.11% |
| 自营商品 | - | 5,750.67 | 7,246.09 | 194.57 | 200.00 | 200.00 |
| YoY% | 0.00% | 0.00% | 26.00% | -97.31% | 2.79% | 0.00% |
| 占营业收入比例% | 0.00% | 0.34% | 0.30% | 0.01% | 0.01% | 0.00% |
| 毛利 | | | | | | |
| 毛利润 | 23,803.11 | 40,213.22 | 62,231.85 | 89,653.58 | 112,246.47 | 128,186.14 |
| YoY% | 133.03% | 68.94% | 54.75% | 44.06% | 25.20% | 14.20% |
| 毛利率 | 78.97% | 67.59% | 66.24% | 72.20% | 72.86% | 71.06% |
| 销售费用 | | | | | | |
| 销售费用 | -27,174.25 | -41,194.60 | -44,801.72 | -51,488.52 | -68,465.03 | -74,764.66 |
| YoY% | 102.16% | 51.59% | 8.76% | 14.93% | 32.97% | 9.20% |
| 销售费用率 | -90.15% | -69.24% | -47.69% | -41.46% | -44.44% | -41.44% |
| 管理费用 | | | | | | |
| 管理费用 | -1,296.71 | -1,507.30 | -1,540.77 | -2,899.72 | -3,646.18 | -3,791.08 |
| YoY% | -79.92% | 16.24% | 2.22% | 88.20% | 25.74% | 3.97% |
| 管理费用率 | -4.30% | -2.53% | -1.64% | -2.34% | -2.37% | -2.10% |
| 研发费用 | | | | | | |
| 研发费用 | -3,870.36 | -6,891.65 | -8,992.59 | -11,897.06 | -14,031.18 | -15,954.34 |
| YoY% | 246.79% | 78.06% | 30.49% | 32.30% | 17.94% | 13.71% |
| 研发费用率 | -12.84% | -11.58% | -9.57% | -9.58% | -9.11% | -8.84% |
| 经营利润 | | | | | | |
| 经营利润 | -8,538.21 | -9,380.33 | 6,896.76 | 23,368.27 | 26,104.07 | 33,676.07 |
| YoY% | -20.94% | 9.86% | -173.52% | 238.83% | 11.71% | 29.01% |
| 经营利润率 | -28.33% | -15.77% | 7.34% | 18.82% | 16.94% | 18.67% |
| 归母净利润 | | | | | | |
| 归母净利润 | -6,967.60 | -7,179.74 | 7,768.67 | 23,381.35 | 24,802.01 | 30,519.05 |
| YoY% | -32.34% | 3.04% | -208.20% | 200.97% | 6.08% | 23.05% |
| 归母净利率 | -23.12% | -12.07% | 8.27% | 18.83% | 16.10% | 16.92% |
| Non-GAAP归母净利润 | | | | | | |
| Non-GAAP归母净利润 | -4,265.77 | -2,965.02 | 13,829.52 | 30,246.88 | 33,370.70 | 39,088.77 |
| YoY% | 23.43% | -30.49% | -566.42% | 118.71% | 10.33% | 17.13% |
| Non-GAAP归母净利率 | -14.15% | -4.98% | 14.72% | 24.36% | 21.66% | 21.67% |

来源: 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。

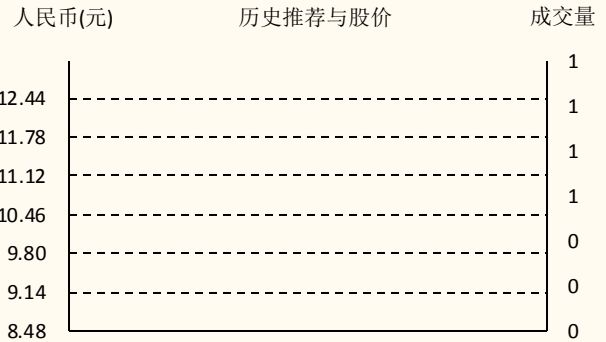
最终评分与平均投资建议对照：

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 |
| 2 | 2022-08-30 | 买入 | | N/A |
| | | | | |
| | | | | |
| | | | | |
| | | | | |
| | | | | |
| | | | | |

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，而不应对本报告为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