

拼多多 (PDD)

2023Q3 业绩点评：三季度营收大超预期，高质量发展首要目标

买入 (维持)

2023 年 11 月 30 日

证券分析师 张良卫

执业证书：S0600516070001

021-60199793

zhanglw@dwzq.com.cn

证券分析师 张家琦

执业证书：S0600521070001

zhangjiaqi@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入 (百万元)	130,557.59	226,940.00	293,724.00	329,072.37
同比	39%	74%	29%	21%
Non-GAAP 净利润	39,529.71	60,124.01	70,779.95	83,537.83
同比	186%	52%	18%	18%
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	7.89	11.99	14.12	16.66
PE (Non-GAAP)	21.23	21.06	17.89	15.16

关键词：#业绩超预期

投资要点

- **营收收入大超市场预期，高质量发展战略明确：**2023Q3 拼多多实现营业收入 688.40 亿元 (+94%yoy)，远高于彭博一致预期 548.72 亿元 (+54%yoy)；Non-GAAP 归母净利润为人民币 170.27 亿元 (+24.73%yoy)，高于彭博一致预期 130.61 亿元 (+23.80%yoy)。从今年起，公司进入质量优先的高质量发展阶段，一方面在强势农业领域进一步深耕，另一方面启动百亿生态建设，激励生态的高质量发展。同时公司通过“百亿补贴”，推进服务能力建设，不断满足用户多元化和多层次的消费需求，取得了大超预期的营收收入。
- **消费复苏趋势持续，广告和佣金带动营收增长：**广告收入 396.88 亿元，同比上升 39%；交易佣金收入 291.53 亿元，同比上升 315%；IP 商品销售收入本次未披露。我们认为营收的大幅增长主要由于百亿生态建设展现成效，“百亿补贴”计划迅速扩大用户渗透率。公司通过“百亿补贴”让原有的高质高价的商品变得更加平易近人。在双 11 大促中，“百亿补贴”用户规模突破 6.2 亿。
- **坚持高质量发展战略，扎根实体经济：**研发费用率下滑至 4.14%，同比减少 3.46pct；销售费用率为 31.59%，同比减少 7.98pct；管理费用率下滑至 1.10%，同比减少 1.45pct。在外部竞争加剧的情况下，公司进一步加大在农业和制造业领域的投入，围绕“多实惠”和“好服务”两个重点，扎根实体经济，为农业和生产要素带来解决实体经济数字化难题的工具。持续关注消费者需求，继续坚持高质量发展战略。
- **由于拼多多利润释放持续超预期，我们将 2023-2025 年的 EPS 从 10.8/14.3/17.1 元调整至 12.0/14.1/16.7 元，2023-2025 年对应 PE 分别为 21.1/17.9/15.2 倍 (美元/人民币=7.1284, 2023/11/29 当日汇率，每 ADR=4 股股票)。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

收盘价(美元)	139.00
一年最低/最高价	60.01/144.87
市净率(倍)	8.477
流通 A 股市值(百万美元)	97270.00
总市值(百万美元)	188301.00

基础数据

每股净资产(元,LF)	121.97
资产负债率(% ,LF)	48.43
总股本(百万股)	1329.00
流通 A 股(百万股)	686.00

相关研究

《拼多多(PDD): 2023Q2 业绩点评：营收利润大超预期，低价策略卓有成效》

2023-09-01

《拼多多(PDD): 2023Q1 业绩点评：营收利润双超预期，净利润率持续提升》

2023-06-01

内容目录

1. 营收收入大超市场预期，高质量发展战略明确	4
1.1. 消费复苏趋势持续，广告和佣金带动营收增长	4
1.2. 毛利率有所调整，重心从增速转向提质	5
2. 坚持高质量发展战略，扎根实体经济	6
3. 盈利预测与投资评级	7
4. 风险提示	7

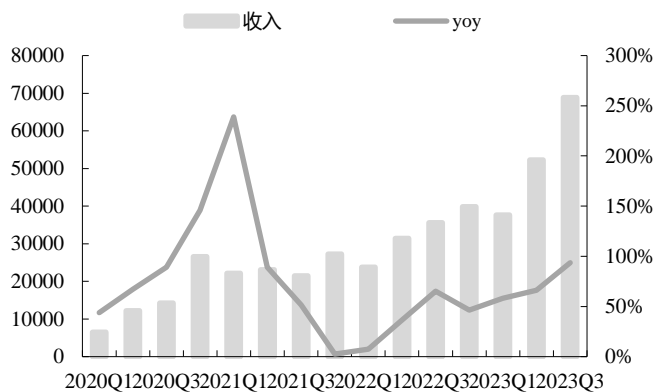
图表目录

图 1: 公司收入变化情况 (百万元)	4
图 2: 公司 NonGAAP 归母净利润变化情况 (百万元)	4
图 3: 公司收入结构 (百万元)	5
图 4: 毛利率情况.....	5
图 5: 公司归母净利润和净利率情况 (百万元)	6
图 6: 公司费用率情况.....	6

1. 营收收入大超市场预期，高质量发展战略明确

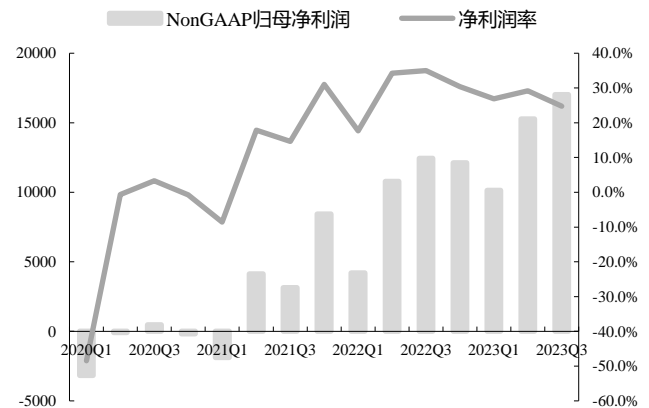
2023Q3 拼多多实现营收 688.40 亿元 (+94%yoy)，彭博一致预期为 548.72 亿元 (+54%yoy)，高于彭博一致预期。1P 商品销售收入本次未披露；广告收入 396.88 亿元 (+39%yoy)，彭博一致预期为 388.51 亿元 (+36%yoy)；交易佣金收入 291.53 亿元 (+315%yoy)，彭博一致预期为 166.22 亿元 (+137%yoy)。

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

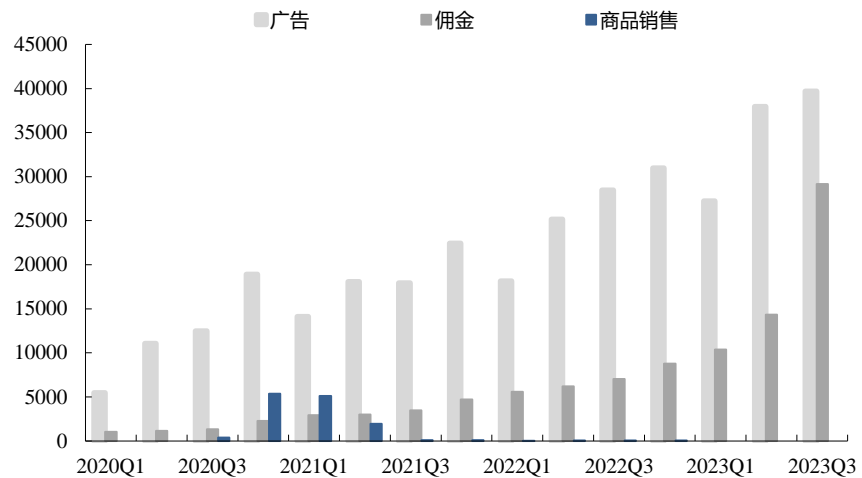
1.1. 消费复苏趋势持续，广告和佣金带动营收增长

拼多多的收入结构可以分为广告、佣金和商品销售三部分，2023Q3 拼多多 1P 自营商品销售收入本次未披露。扣除这部分因素，广告收入 396.88 亿元 (+27%yoy)；交易佣金收入 291.53 亿元 (+315%yoy)。

我们认为营收的大幅增长主要由于百亿生态建设展现成效，帮助扶持商品品质好、服务好的商家和生态的合作伙伴，进一步激励生态的高质量发展。从消费端来看，一方面“百亿补贴”让原有的高质高价的商品变得更加平易近人，触手可及。在刚刚过去的双 11 大促中，“百亿补贴”的用户的规模已经突破了 6.2 亿。

另一方面，公司正在全力推进服务能力的建设，已经取得了不错的反馈。长期来看公司希望通过持之以恒的服务升级进一步的增进用户对平台的信任，完善平台好服务的用户心智，促使消费者乐于在平台尝试更多新的商品品类，服务好用户多元化和多层次的消费需求。

图3：公司收入结构（百万元）

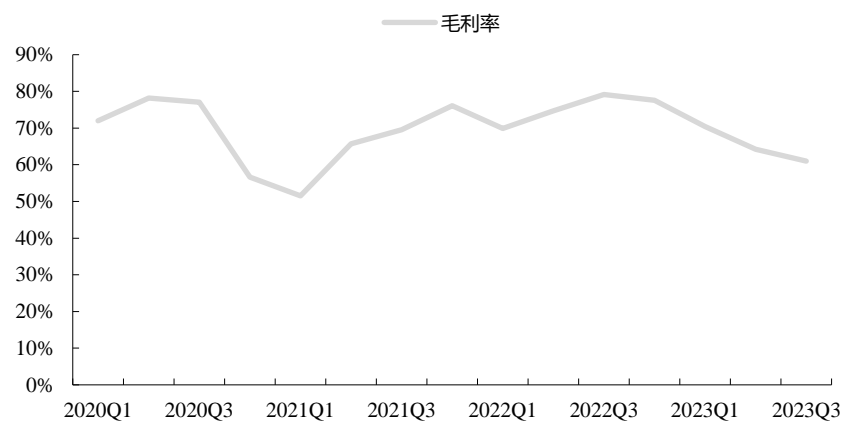


数据来源：公司财报，东吴证券研究所

1.2. 毛利率有所调整，重心从增速转向提质

2023Q3 整体毛利率为 61.03%，较 22 年同期同比下降 18.12pct，环比下降 3.22pct。毛利率的下降受限于成本增幅达 44%，主要是履约费用和支付处理费用的增加，该费用主要来自于多多买菜和 Temu 的业务进展。在为期一个多月的国货节期间，公司也投入了大量补贴、直播等等品牌资源，推动更多的国货出圈。

图4：毛利率情况

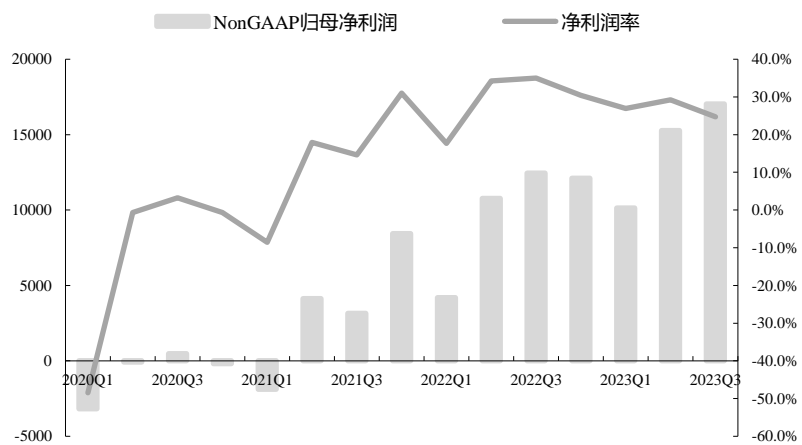


数据来源：公司财报，东吴证券研究所

2023Q3 公司 Non-GAAP 归母净利润为人民币 170.27 亿元 (+36.79%yoy)，彭博一致预期为 130.61 亿元(+4.93%yoy)；净利润率为 24.73%，较 22 年同期同比下降 10.27pct。拼多多秉承天天低价的理念，持续投入，不间断地为消费者带去价优质优的丰富选择，把多实惠做到位。本季度的业绩也部分体现了公司在高质量发展战略执行上颇有成效。考虑到本季度多多买菜仍在大力投入、Temu 在全球各国也加速扩张，因此，我们认为

核心业务盈利结构将更加优化。

图5：公司归母净利润和净利率情况（百万元）



数据来源：公司财报，东吴证券研究所

2. 坚持高质量发展战略，扎根实体经济

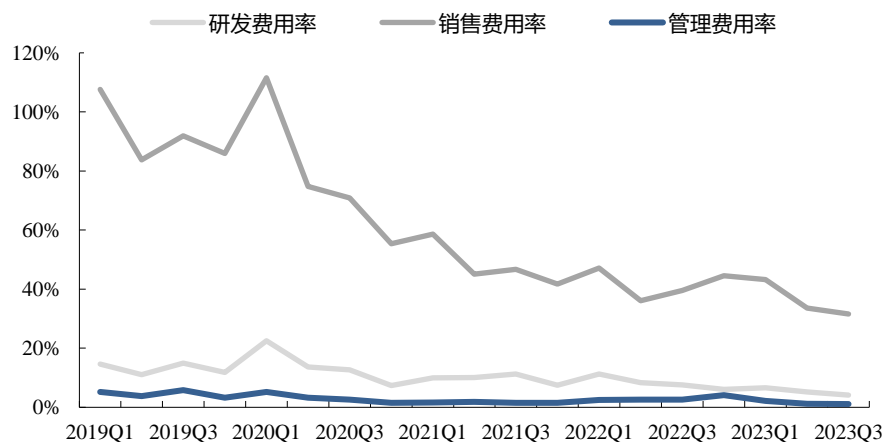
3Q23 销售费用率为 31.59%，较 22Q3 的 39.57%，同比下降 7.98pct，营销费用同比增长 54.81%，主要因为促销和广告活动投入。

3Q23 管理费用率为 1.10%，同比下降 1.45pct，管理费用同比下降 16.35%。

3Q23 研发费用率为 4.14%，同比下降 3.46pct。

在外部竞争加剧的情况下，公司进一步加大在农业和制造业领域的投入，围绕“多实惠”和“好服务”两个重点，扎根实体经济，为农业和生产要素带来解决实体经济数字化难题的工具，帮助他们把产品直连全国甚至全世界的消费者。同时持续关注消费者需求。当前平台的消费升级需求趋势明显，公司将继续坚持高质量发展战略。

图6：公司费用率情况



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

由于拼多多利润释放持续超预期，我们将 2023-2025 年的 EPS 从 10.8/14.3/17.1 元调整至 12.0/14.1/16.7 元，2023-2025 年对应 PE 分别为 21.1/17.9/15.2 倍（美元/人民币=7.1284，2023/11/29 当日汇率，每 ADR=4 股股票）。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，过往大量销售费用作为营销补贴吸引消费者，但用户购买的心智若没有形成，降低补贴将使得未来 GMV 增长乏力；

品类拓展低于预期，消费者购物频次上升的趋势也将终止，将会影响公司营收状况；

消费者每年消费的总量是有限的，用户年均消费可能会遇到瓶颈。

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,本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

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。经授权刊载、转发本报告或者摘要的,应当注明出处为东吴证券研究所,并注明本报告发布人和发布日期,提示使用本报告的风险,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的,应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期(A 股市场基准为沪深 300 指数,香港市场基准为恒生指数,美国市场基准为标普 500 指数,新三板基准指数为三板成指(针对协议转让标的)或三板做市指数(针对做市转让标的)),具体如下:

公司投资评级:

买入:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上;

增持:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间;

中性:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间;

减持:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间;

卖出:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级:

增持:预期未来 6 个月内,行业指数相对强于基准 5% 以上;

中性:预期未来 6 个月内,行业指数相对基准 -5% 与 5%;

减持:预期未来 6 个月内,行业指数相对弱于基准 5% 以上。

我们在此提醒您,不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系,表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况,如具体投资目的、财务状况以及特定需求等,并完整理解和使用本报告内容,不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

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>