

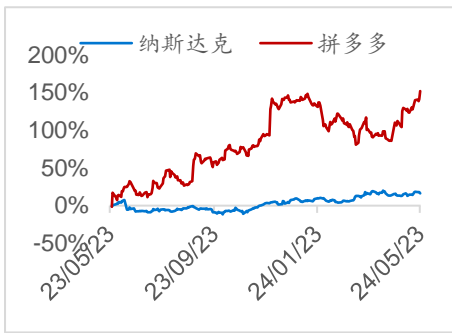
## 24Q1 业绩点评：利润大超预期，净利润增长超 2 倍

### 投资评级：增持（维持）

报告日期：2024-5-24

|                  |            |
|------------------|------------|
| 收盘价（美元）          | 147.09     |
| 近 12 个月最高/最低（美元） | 152.9/60.0 |
| 总股本（百万股）         | 5555       |
| 流通股本（百万股）        | 5555       |
| 流通股比例（%）         | 100        |
| 总市值（亿美元）         | 2134       |
| 流通市值（亿美元）        | 2134       |

### 公司价格与纳斯达克指数走势比较



分析师：金荣

执业证书号：S0010521080002

邮箱：jinrong@hazq.com

### 相关报告

1. 公司点评|拼多多 4Q23 业绩点评：营收利润大超预期，海外业务加速扩张 2024-4-02

### 主要观点：

#### ● 24Q1 业绩：利润大超预期，费用结构持续优化

公司发布 24Q1 业绩，收入和利润端均超市场一致预期，尤其是净利润实现超两倍增长。收入端，拼多多收入为 868.12 亿元，同比+131%，超彭博一致性预期 12.9%，其中在线营销业务收入为 424.56 亿元，同比+55.8%，超彭博一致预期 12.8%，占收入比重为 48.9%；交易服务收入为 443.56 亿元，同比+326.8%，超一致预期 16.5%，占收入比重首次超过在线营销业务，为 51.1%；

费用端优化效果显著，公司销售费用率、管理费用率和研发费用率分别录得 27.0%/2.1%/3.4%，同比减少 16.2pct、0.1pct 和 3.3pct；

利润端，拼多多 Non-GAAP 归母净利润达到 306.02 亿元，同比+202%，远超彭博一致性预期 97.0%。

#### ● 海外业务：交易业务超 3 倍增长，Temu 为主要驱动力

包括 24Q1 在内，拼多多交易服务业务收入已连续 3 个季度实现超 3 倍增长，收入占比在本季度首次超过在线营销业务，成为拼多多最为重要的收入来源。我们认为交易服务业务的高速增长主要源于 Temu 在海外的持续扩张，提供了强劲的驱动力。Temu 凭借低价战略，充分发挥供应链优势，快速抢占了海外市场。

同时，我们认为海外将迎来利润改善阶段，亏损率或将进一步降低，原因有两个：1) Temu 在费用和成本端的主要支出是营销费用和物流成本，今年 3 月份 Temu 在美国和欧洲上线了半托管模式（商家自履约），对 Temu 来说摆脱了物流费用；2) 预计 Temu 在美国的广告投放力度将减弱（本季度已体现出来，销售费用率同比下降 16.2pct），我们对公司销售费用的管控抱有较好预期。

#### ● 投资建议

本季度拼多多业绩大幅超预期，在海外业务高速发展的推动下，长期看公司仍具备维持收入高增长的潜力。我们预计 2024/2025/2026 年公司收入 4342/5345/6213 亿元；预计实现经调整净利润 1454/1719/2006 亿元，维持“增持”评级。

#### ● 风险提示

宏观经济风险；海外业务拓展不及预期；竞争加剧；Temu 受到海外本土保护或监管风险。

#### ● 重要财务指标

单位：百万元

| 主要财务指标      | 2023    | 2024E   | 2025E   | 2026E   |
|-------------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入        | 247,639 | 434,231 | 534,470 | 621,336 |
| 收入同比（%）     | 89.7%   | 75.3%   | 23.1%   | 16.3%   |
| 经调整净利润      | 67,899  | 145,436 | 171,921 | 200,617 |
| 经调整净利润同比（%） | 71.8%   | 114.2%  | 18.2%   | 16.7%   |
| 毛利率（%）      | 63.0%   | 61.5%   | 60.0%   | 59.7%   |
| ROE（%）      | 32.1%   | 39.7%   | 30.7%   | 25.7%   |

|         |       |       |       |       |
|---------|-------|-------|-------|-------|
| EPS (元) | 10.81 | 23.85 | 28.18 | 32.88 |
| P/E     | 26    | 12    | 10    | 8     |
| P/S     | 3.30  | 1.88  | 1.53  | 1.32  |

资料来源: wind, 华安证券研究所

**财务报表与盈利预测**

| 资产负债表          |                |                |                |                | 利润表           |               |                |                |                |
|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|---------------|---------------|----------------|----------------|----------------|
| 单位:百万元         |                |                |                |                | 单位:百万元        |               |                |                |                |
| 会计年度           | 2023           | 2024E          | 2025E          | 2026E          | 会计年度          | 2023          | 2024E          | 2025E          | 2026E          |
| 现金及现金等价物       | 59,794         | 245,337        | 428,512        | 531,382        | 营业收入          | 247,639       | 434,231        | 534,470        | 621,336        |
| 金融资产及短期投       | 157,415        | 188,370        | 222,321        | 258,058        | 增长率           | 89.68%        | 75.35%         | 23.08%         | 16.25%         |
| 应收款项合计         | 11,342         | 18,460         | 15,866         | 21,631         | 营业成本          | 91,724        | 167,131        | 213,932        | 250,369        |
| 存货             | 0              | 0              | 0              | 1              | %销售收入         | 37.04%        | 38.49%         | 40.03%         | 40.30%         |
| 其他流动资产         | 4,213          | 5,867          | 8,440          | 10,714         | 毛利            | 155,915       | 267,100        | 320,538        | 370,967        |
| <b>流动资产</b>    | <b>294,750</b> | <b>520,020</b> | <b>737,125</b> | <b>883,770</b> | 营销费用          | 82,189        | 117,099        | 141,290        | 161,343        |
| %总资产           | 84.68%         | 90.54%         | 93.12%         | 94.24%         | %销售收入         | 33.19%        | 26.97%         | 26.44%         | 25.97%         |
| 固定资产净值         | 980            | 2,553          | 3,094          | 4,195          | 行政管理费用        | 4,076         | 6,684          | 8,262          | 9,603          |
| 权益性投资          | 0              | 0              | 0              | 0              | %销售收入         | 1.65%         | 1.54%          | 1.55%          | 1.55%          |
| 长期投资类          | 0              | 0              | 0              | 0              | 研发费用          | 10,952        | 14,554         | 17,913         | 20,825         |
| 商誉及无形资产        | 21             | -247           | -678           | -2,191         | %销售收入         | 4.42%         | 3.35%          | 3.35%          | 3.35%          |
| 租赁土地           | 4104.889       | 4104.889       | 4104.889       | 4104.889       | 其他费用          |               |                |                |                |
| 其他非流动资产        | 47,951         | 47,951         | 47,951         | 47,951         | %销售收入         | 0.00%         | 0.00%          | 0.00%          | 0.00%          |
| <b>非流动资产</b>   | <b>53,328</b>  | <b>54,362</b>  | <b>54,472</b>  | <b>54,061</b>  | 利息费用          | (44)          | (16)           | (19)           | (19)           |
| %总资产           | 15.32%         | 9.46%          | 6.88%          | 5.76%          | %销售收入         | -0.02%        | 0.00%          | 0.00%          | 0.00%          |
| <b>资产总计</b>    | <b>348,078</b> | <b>574,381</b> | <b>791,596</b> | <b>937,831</b> | 权益性投资损益       | 10,238        | 22,353         | 26,952         | 31,435         |
| 短期借款           | 648.57         | 0              | 0              | 0              | %除税前利润        | 14.24%        | 14.28%         | 14.59%         | 14.59%         |
| 应付款项合计         | 76,236         | 109,465        | 128,236        | 50,599         | 其他非经营性损益      |               |                |                |                |
| 金融负债           | 648.57         | 0              | 0              | 0              | %除税前利润        |               |                |                |                |
| 应交税金           | 0              | 0              | 0              | 1              | <b>除税前利润</b>  | <b>71,881</b> | <b>156,512</b> | <b>184,710</b> | <b>215,456</b> |
| 其他流动负债         | 55,351         | 79,306         | 100,762        | 113,282        | %销售收入         | 29.03%        | 36.04%         | 34.56%         | 34.68%         |
| <b>流动负债</b>    | <b>152,901</b> | <b>232,691</b> | <b>274,185</b> | <b>220,001</b> | 所得税           | 11,850        | 23,831         | 27,989         | 32,634         |
| 长期借款           | 5,232          | 5,232          | 5,232          | 5,232          | %除税前利润        | 16.49%        | 15.23%         | 15.15%         | 15.15%         |
| 其他长期负债         | 60             | 0              | 0              | 0              | <b>净利润</b>    | <b>60,026</b> | <b>132,478</b> | <b>156,525</b> | <b>182,628</b> |
| <b>非流动负债</b>   | <b>7,936</b>   | <b>7,876</b>   | <b>7,876</b>   | <b>7,876</b>   | %销售收入         | 24.24%        | 30.51%         | 29.29%         | 29.39%         |
| <b>总负债</b>     | <b>160,837</b> | <b>240,567</b> | <b>282,061</b> | <b>227,877</b> | 归母净利润         | 60,026        | 132,478        | 156,525        | 182,628        |
| 普通股股东权益        | 187,242        | 333,814        | 509,536        | 709,954        | %销售收入         | 24.24%        | 30.51%         | 29.29%         | 29.39%         |
| 少数股东权益         | 0              | 0              | 0              | 0              |               |               |                |                |                |
| <b>股东权益</b>    | <b>187,242</b> | <b>333,814</b> | <b>509,536</b> | <b>709,954</b> |               |               |                |                |                |
| <b>负债股东权益合</b> | <b>348,078</b> | <b>574,381</b> | <b>791,596</b> | <b>937,831</b> |               |               |                |                |                |
|                |                |                |                |                | <b>主要财务比率</b> |               |                |                |                |
|                |                |                |                |                | <b>会计年度</b>   | <b>2023</b>   | <b>2024E</b>   | <b>2025E</b>   | <b>2026E</b>   |
|                |                |                |                |                | <b>回报率</b>    |               |                |                |                |
|                |                |                |                |                | <b>净资产收益率</b> | 32.06%        | 30.79%         | 28.61%         | 25.72%         |
|                |                |                |                |                | 总资产收益率        | 17.25%        | 23.06%         | 19.77%         | 19.47%         |
|                |                |                |                |                | <b>增长率</b>    |               |                |                |                |
|                |                |                |                |                | 营业总收入增长率      | 89.68%        | 75.35%         | 23.08%         | 16.25%         |
|                |                |                |                |                | EBIT 增长率      | 93.07%        | 119.36%        | 18.88%         | 17.07%         |
|                |                |                |                |                | 归母净利润增长率      | 90.33%        | 120.70%        | 18.15%         | 16.68%         |
|                |                |                |                |                | 总资产增长率        | 46.79%        | 65.02%         | 37.82%         | 18.47%         |
|                |                |                |                |                | <b>资产管理能力</b> |               |                |                |                |
|                |                |                |                |                | 应收款项周转率       | 27.14         | 29.14          | 31.14          | 33.14          |
|                |                |                |                |                | 应付款项周转率       | 1.30          | 1.80           | 1.80           | 2.80           |
|                |                |                |                |                | 总资产周转率        | 0.85          | 0.94           | 0.78           | 0.72           |
|                |                |                |                |                | <b>偿债能力</b>   |               |                |                |                |
|                |                |                |                |                | 资产负债率         | 46.21%        | 41.88%         | 35.63%         | 24.30%         |
|                |                |                |                |                | 流动比率          | 1.93          | 2.23           | 2.69           | 4.02           |

资料来源:公司公告, 华安证券研究所

## 分析师与研究助理简介

**分析师：**金荣，香港中文大学经济学硕士，天津大学数学与应用数学学士，曾就职于申万宏源证券研究所及头部互联网公司，金融及产业复合背景，善于结合产业及投资视角进行卖方研究。2015 年水晶球第三名及 2017 年新财富第四名核心成员。执业证书编号：S0010521080002

## 重要声明

### 分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 免责声明

华安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。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安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。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

## 投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

### 行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

### 公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。