

# 拼多多 (PDD)

## 2024Q1 业绩点评: 营收利润大超预期, 期待盈利能力持续提升

买入 (维持)

2024年05月25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

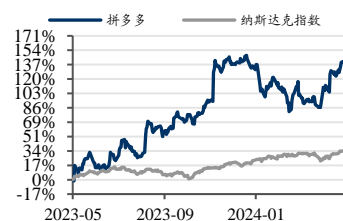
盈利预测与估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入 (百万元)	130,558	247,639	407,859	549,507	686,415
同比 (%)	38.97%	89.68%	64.70%	34.73%	24.91%
Non-GAAP 净利润	39,529.72	67,899.29	130,514.88	170,347.15	205,924.39
同比 (%)	185.84%	71.77%	92.22%	30.52%	20.89%
EPS-Non GAAP (元/股)	7.49	12.78	24.56	32.05	38.75
PE (Non-GAAP)	148.59	87.09	45.31	34.72	28.72

关键词: #业绩超预期

### 投资要点

- **营收利润大超市场预期, 货币化能力持续提升。**2024Q1, 拼多多实现营业收入 868.12 亿元, yoy+131%, qoq-2%, 远高于彭博一致预期 768.60 亿元; Non-GAAP 归母净利润为 306.02 亿元, yoy+202%, qoq+20%, 远高于彭博一致预期 155.35 亿元。
- **营收超预期增长主因协同效应显著, 主站持续超行业增长。**24Q1 营收高速增长, 主因公司致力于提升平台供需两侧的服务体验和用户价值, 形成良好的协同效应。分业务看, 广告收入 424.56 亿元, yoy+56%, qoq-13%, 高于市场预期 376.50 亿元; 佣金收入 443.56 亿元, yoy+327%, qoq+10%, 首次超越广告收入成为最大营收来源, 远高于市场预期 380.72 亿元。国内业务方面, 主站 GMV 持续超行业增长, 稳固公司基本盘。随着平台通过百亿补贴等方式不断拓宽商品品类, 预计来自品牌商家的 GMV 有望持续提升, 进而保持营收高速增长。
- **全球化业务不断推进, Temu 有望持续收窄亏损。**我们认为, 利润大超预期主因拼多多旗下跨境电商平台 Temu 亏损持续收窄。依托拼多多强大的供应链优势, Temu 以差异化定位吸引海外消费者, 近年来用户规模持续扩张。24 年 3 月, Temu 在美国地区开始实施半托管模式, 预计将对毛利率提升有所贡献。长期来看, 我们预计 Temu 有望突破盈亏平衡点, 进而提升公司的利润空间。
- **毛利率同比下滑, 长期来看利润率有望提升。**2024Q1 毛利率达到 62.34%, yoy-8.10pct; 费用端则控制良好, 销售/管理/研发费用率分别为 26.97/2.10/3.35%, 同比下降 16.26/0.1/3.3pct。销售费用率同比降低, 主因营销效率提升。短期来看, 预计公司将持续加大营销投入, 主因 Temu 目前处于高速成长期, 仍需较多营销获客成本; 长期来看, 随着公司不断提升自身的供应链能力、服务能力和合规能力, 预计全年将保持营收及利润的高速增长, 不断提升盈利能力。
- **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 2024-2026 年的 Non-GAAP 净利润从 832.2/1,116.2/1,506.9 亿元调整至 1305.1/1703.5/2059.2 亿元, 对应 PE 分别为 45.3/34.7/28.7 倍 (美元/人民币=7.2, 2024/5/24 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)	153.63
一年最低/最高价	60.02/153.63
市净率(倍)	31.6
流通股市值(百万美元)	213356
总市值(百万美元)	213356

### 基础数据

每股净资产(元,LF)	35.2
资产负债率(% LF)	46.2
总股本(百万股)	5555
流通股(百万股)	5555

### 相关研究

- 《拼多多(PDD): 2023Q4 业绩点评: 营收利润大超预期, 向高质量发展转型》  
2024-03-24
- 《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》  
2023-12-01

## 内容目录

1. 营收利润大超预期，货币化能力持续提升 .....	4
1.1. 营收超预期增长主因协同效应显著，主站持续超行业增长.....	4
1.2. 全球化业务不断推进，Temu有望持续收窄亏损 .....	5
2. 毛利率同比下滑，长期来看利润率有望提升 .....	5
3. 盈利预测与投资评级 .....	6
4. 风险提示 .....	7

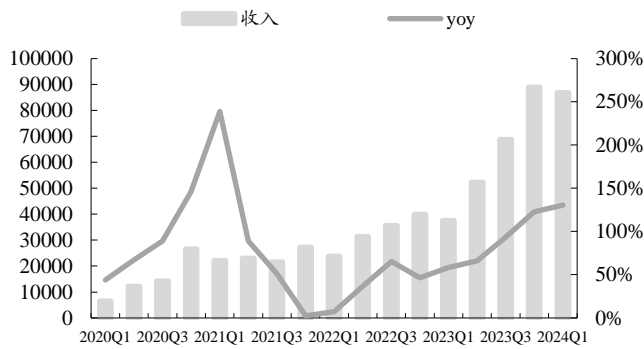
## 图表目录

图 1: 公司营收及增速 (百万元) .....	4
图 2: 公司 Non-GAAP 归母净利润及增速 (百万元) .....	4
图 3: 公司营收结构 (百万元) .....	4
图 4: 公司 Non-GAAP 归母净利润和净利率情况 (百万元) .....	5
图 5: 毛利率情况.....	6
图 6: 公司费用率情况.....	6

## 1. 营收利润大超预期，货币化能力持续提升

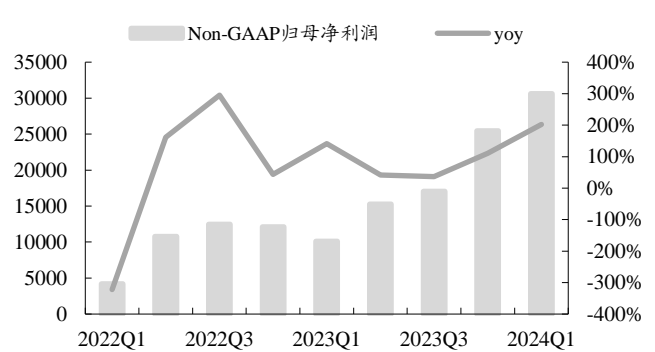
2024Q1，拼多多实现营收 868.12 亿元，yoy+131%，qoq-2%，远高于彭博一致预期 768.60 亿元；Non-GAAP 归母净利润为 306.02 亿元，yoy+202%，qoq+20%，远高于彭博一致预期 155.35 亿元。

图1：公司营收及增速（百万元）



数据来源：公司财报，东吴证券研究所

图2：公司 Non-GAAP 归母净利润及增速（百万元）



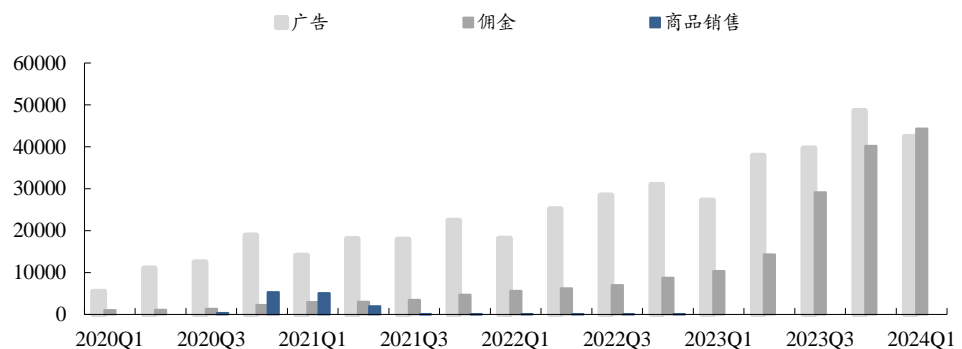
数据来源：公司财报，东吴证券研究所

### 1.1. 营收超预期增长主因协同效应显著，主站持续超行业增长

24Q1 营收高速增长，主因公司致力于提升平台供需两侧的服务体验和用户价值，形成良好的协同效应。分业务看，广告收入 424.56 亿元，yoy+56%，qoq-13%，高于市场预期 376.50 亿元；佣金收入 443.56 亿元，yoy+327%，qoq+10%，首次超越广告收入成为最大营收来源，远高于市场预期 380.72 亿元。

国内业务方面，主站 GMV 持续超行业增长，稳固公司基本盘。拼多多以“多实惠、好服务”为价值主张，不断占领用户心智，推动不同购买人群的数量、转化率和客单价的提升；同时，自 22Q2 上线全站推广产品以来，平台货币化率得到提升。随着平台通过百亿补贴等方式不断拓宽商品品类，预计来自品牌商家的 GMV 有望持续提升，进而保持营收高速增长。

图3：公司营收结构（百万元）



数据来源：公司财报，东吴证券研究所

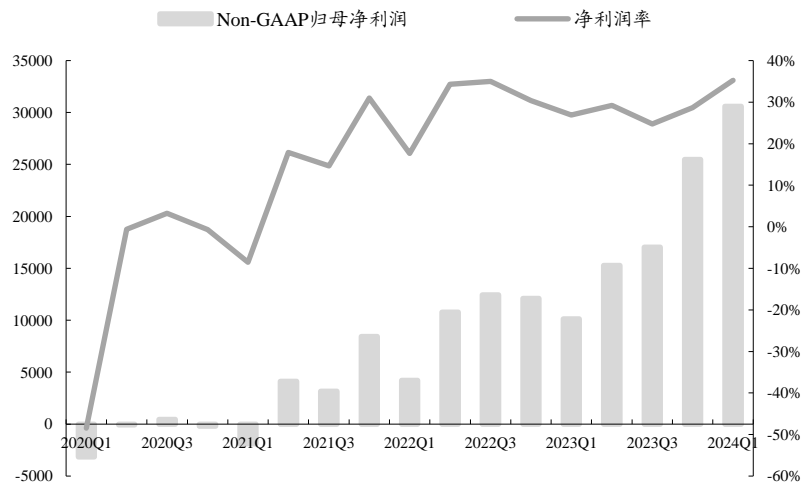
## 1.2. 全球化业务不断推进，Temu 有望持续收窄亏损

2024Q1 公司 Non-GAAP 归母净利润为 306.02 亿元，yoy+202%，qoq+20%，远高于彭博一致预期为 155.35 亿元。

我们认为，利润大超预期主因拼多多旗下跨境电商平台 Temu 亏损持续收窄。依托拼多多强大的供应链优势，Temu 以差异化定位吸引海外消费者，近年来用户规模持续扩张。24 年 3 月，Temu 在美国地区开始实施半托管模式，以降低物流成本、提升履约效率和消费者体验。由于该模式下定价权属于平台，预计将对毛利率提升有所贡献。

长期来看，我们预计 Temu 有望突破盈亏平衡点，进而提升公司的利润空间。目前 Temu 仍处于投入期，但其贡献毛益较高，能够发挥规模效应优势，通过持续的规模化扩张，实现后续净利率的提升。相比于国内市场，海外电商市场的渗透率仍存在较大提升空间，因此预计公司将持续推进全球化业务，加大 Temu 相关投入，创造长期价值。

图4：公司 Non-GAAP 归母净利润和净利率情况（百万元）

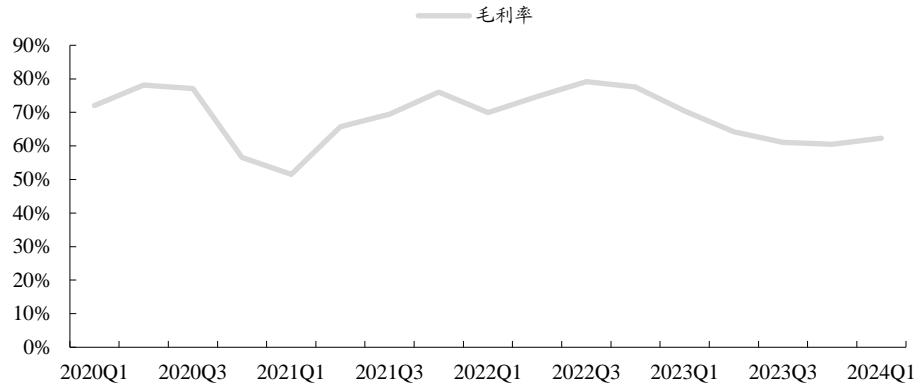


数据来源：公司财报，东吴证券研究所

## 2. 毛利率同比下滑，长期来看利润率有望提升

2024Q1 毛利率达到 62.34% (yoy-8.10pct, qoq+1.81pct)。毛利率的同比下降受限于成本增幅达 194%，主要来自于履约费用、支付处理费用、维护成本和呼叫中心费用的增加。

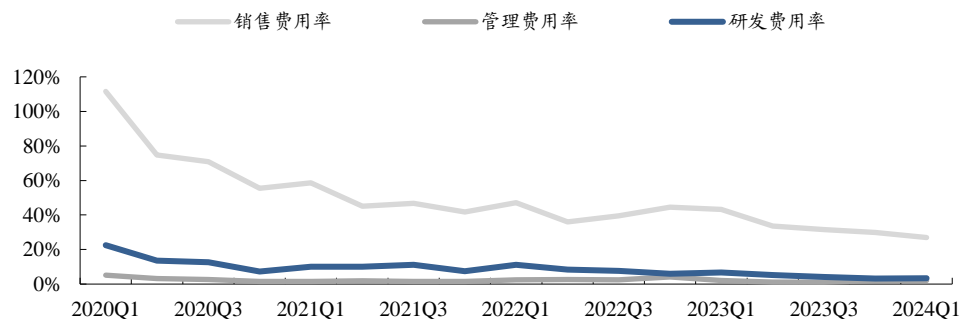
图5: 毛利率情况



数据来源: 公司财报, 东吴证券研究所

24Q1 费用端控制良好, 销售/管理/研发费用率分别为 26.97/2.10/3.35%, 同比下降 16.26/0.1/3.3pct。销售费用率同比降低, 主因营销效率提升。短期来看, 预计公司将持续加大营销投入, 主因 Temu 目前处于高速成长期, 仍需较多营销获客成本; 长期来看, 随着公司不断提升自身的供应链能力、服务能力和合规能力, 预计全年将保持营收及利润的高速增长, 不断提升盈利能力。

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 2024-2026 年的 Non-GAAP 净利润从 832.2/1,116.2/1,506.9 亿元调整至 1305.1/1703.5/2059.2 亿元, 对应 PE 分别为 45.3/34.7/28.7 倍 (美元/人民币=7.2432, 2024/5/24 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。

## 拼多多三大财务预测表

资产负债表					利润表				
	2023	2024E	2025E	2026E		2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	121,780	241,476	315,559	406,914	营业收入	247,639	407,859	549,507	686,415
短期投资	157,415	259,261	349,302	436,329	营业成本	91,724	154,986	214,308	274,566
应收账款	11,342	20,544	27,305	33,374	销售费用	82,189	130,515	170,347	205,924
预付账款及其他	4,213	9,662	10,680	13,760	研发费用	10,952	24,472	27,475	34,321
<b>流动资产合计</b>	<b>294,750</b>	<b>530,944</b>	<b>702,846</b>	<b>890,377</b>	管理费用	4,076	12,236	16,485	20,592
固定资产	980	1,058	851	267	<b>营业利润</b>	58,699	85,650	120,892	151,011
无形资产	21	809	1,696	2,578	其他收益-非经营	2,953	4,079	3,847	3,432
长期投资	0	0	0	0	净利息汇兑收入	10,230	12,792	24,859	31,537
经营租赁使用权资产	4,105	8,212	13,571	20,040	投资收益	-5	25	93	195
其他非流动资产	47,951	78,975	106,403	132,913	<b>利润总额</b>	71,876	102,546	149,691	186,175
<b>非流动资产合计</b>	<b>53,328</b>	<b>89,504</b>	<b>123,109</b>	<b>156,234</b>	所得税	-11,850	-16,906	-24,679	-30,694
<b>资产合计</b>	<b>348,078</b>	<b>620,447</b>	<b>825,956</b>	<b>1,046,611</b>	<b>归母净利润</b>	60,027	85,640	125,012	155,482
短期借款	0	0	0	0	优先股利润分配和其他调整项				
应付账款	76,236	254,672	324,325	364,962	<b>归母净利润</b>	60,027	85,640	125,012	155,482
应付负债及其他负债	57,642	94,935	127,905	159,773	EBITDA	59,485	88,863	126,966	160,853
预收账款	19,023	48,908	59,111	69,626	EBIT	58,699	85,650	120,892	151,011
<b>流动负债合计</b>	<b>152,901</b>	<b>398,515</b>	<b>511,342</b>	<b>594,361</b>	<b>NOPLAT</b>	68,376	99,771	140,822	175,908
可转换债券	5,232	8,616	11,609	14,501	<b>经调整净利润</b>	67,899	130,515	170,347	205,924
其他非流动负债	2,644	4,355	5,868	7,329					
<b>非流动负债合计</b>	<b>7,936</b>	<b>13,006</b>	<b>17,512</b>	<b>21,874</b>					
股东权益	187,242	272,881	397,893	553,375	<b>主要财务比率</b>	<b>2023</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>
<b>所有者权益合计</b>	<b>187,242</b>	<b>272,881</b>	<b>397,893</b>	<b>553,375</b>	每股收益-Non-GAAP	12.8	24.6	32.1	38.7
<b>负债和股东权益</b>	<b>348,078</b>	<b>684,402</b>	<b>926,747</b>	<b>1,169,610</b>	每股净资产	35.2	51.3	74.9	104.1
					发行在外股份(百万股)	5314.3	5314.3	5314.3	5314.3
					ROIC	35.1%	45.0%	44.8%	38.9%
					ROE	32.1%	31.4%	31.4%	28.1%
					毛利率	63.0%	62.0%	61.0%	60.0%
					<b>Non-GAAP 净利率</b>	27.4%	32.0%	31.0%	30.0%
					资产负债率	46.2%	66.3%	64.0%	58.9%
					营业收入增长率	89.7%	64.7%	34.7%	24.9%
					<b>经调整净利润增长率</b>	71.8%	92.2%	30.5%	20.9%
					P/E-Non-GAAP	87.1	45.3	34.7	28.7
					P/B	31.6	21.7	14.9	10.7
					EV/EBITDA	100	67	47	37

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,港元汇率为2024年5月24日的7.2,预测均为东吴证券研究所预测。



## 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），北交所基准指数为北证 50 指数），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>