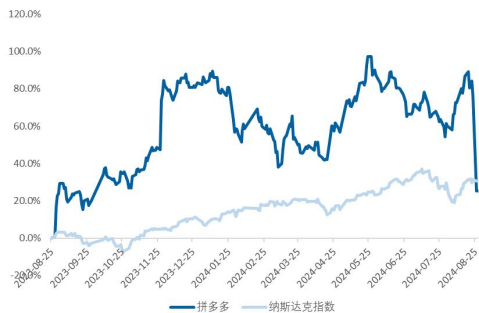


研究所:
 证券分析师: 陈梦竹 S0350521090003
 chenmz@ghzq.com.cn
 证券分析师: 张娟娟 S0350523110004
 zhangjj02@ghzq.com.cn
 证券分析师: 罗婉琦 S0350524050002
 luowq@ghzq.com.cn

利润表现超预期, 加大商家端投入

——拼多多 (PDD.O) 2024Q2 财报点评

最近一年走势



相对纳斯达克指数表现		2024/8/26		
表现	1M	3M	12M	
拼多多	-23.5%	-36.5%	25.1%	
纳斯达克指数	2.1%	4.8%	30.4%	

市场数据		2024/08/26
当前价格(美元)		100.00
52周价格区间(美元)		80.76-157.57
总市值(百万美元)		138,877.06
流通市值(百万美元)		138,877.06
总股本(万股)		555,508.25
流通股本(万股)		555,508.25
日均成交额(百万美元)		1,484.06
近一月换手(%)		0.86

相关报告

《拼多多 (PDD.O) 2024Q1 财报点评: 营收利润大超预期, 海外业务高速增长 (买入)*海外*陈梦竹, 张娟娟》——2024-05-24

《拼多多 (PDD.O) 2023Q4 财报点评: 营收利润大超预期, 海外业务增长强劲 (买入)*海外*陈梦竹, 张娟娟》——2024-03-22

《拼多多 (PDD.O) 2023Q3 财报点评: 营收利润再超预期, 海外业务表现亮眼 (买入)*海外*陈梦竹》——2023-11-29

《拼多多 (PDD.O) 2023Q2 财报点评: 业绩表现

事件:

2024年8月26日公司发布2024Q2财报, 2024Q2实现营业收入971亿元(YoY+86%, QoQ+12%); 毛利润634亿元(YoY+89%, QoQ+17%), 营业利润326亿元(YoY+156%, QoQ+25%), 净利润320亿元(YoY+144%, QoQ+14%), Non-GAAP归母净利润344亿元(YoY+125%, QoQ+13%)。

核心观点:

- **营收低于预期, 利润表现超预期:** 公司2024Q2营收同比增长86%, 低于彭博一致预期, 主要由于外部竞争加剧及消费者需求变化导致GMV增速放缓。2024Q2在线市场服务及其他营收491亿元(YoY+29%, QoQ+16%), 低于彭博一致预期的505亿元; 2024Q2交易佣金营收479亿元(YoY+234%, QoQ+8%), 低于彭博一致预期的500亿元。但公司经营杠杆改善及有效的费用控制推动整体利润释放, 各项利润均超彭博一致预期, 经调整归母净利润344亿元, 超出彭博一致预期的301亿元。公司表示将持续投入于高质量增长, 利润端或将承压, 以及未来几年内暂无回购或分红计划。
- **广告收入增长放缓, 货币化率企稳:** 2024Q2在线市场服务及其他营收同比增长29%至491亿元, 交易佣金营收同比增长234%至479亿元, 我们测算2024Q2主站GMV同比增速有所放缓, 主站货币化率同比提升至5.3%。公司表示将继续聚焦商家生态建设及平台可持续发展, 未来12个月之内将加大力度投入、扶持优质商家, 包括具有产品技术创新能力的商家和产业带, 大幅减免优质商家的交易手续费, 未来一年内预计减免100亿元。
- **海外电商业务延续增长, GMV增速有所放缓, 平台加速业务扩张以分散政策风险:** 基于多多买菜收入稳健增长, 我们测算2024Q2 Temu收入贡献约342亿元, 2024Q2 Temu GMV 854亿元, 同比增速有所放缓, 货币化率环比下降至40%。Temu加速在中东、欧洲、拉美等地区的业务拓展, 以降低美国地区占比过高的潜在政策风险, 同时平台陆续推出半托管、OBM等新模式, 于2024年3月在美国站点上线半托管模式, 3月底扩展至欧洲站点, 进一步丰富平台供给。

再超预期，海外业务加速拓展（买入）*海外*陈梦竹》——2023-08-31

《拼多多（PDD.O）2023Q1 财报点评：收入利润均超预期，发布百亿生态计划扶持优质供给（买入）

*海外*陈梦竹》——2023-05-28

- **盈利预测和投资评级：**考虑到国内主站和 Temu 业务增速放缓，以及公司将持续投入商家生态建设，我们调整了盈利预测。我们预计 2024-2026 年营收分别为 4,182/5,538/7,069 亿元，归母净利润分别为 1,259/1,679/2,203 亿元，Non-GAAP 归母净利润分别为 1,351/1,772/2,299 亿元，对应 Non-GAAP P/E 为 7X/6X/4X；根据 SOTP 估值法，我们给予 2024 年拼多多合计目标市值 11,915 亿元人民币，对应目标价 120 美元/ADS，维持“买入”评级。
- **风险提示：**宏观经济增长不及预期；互联网政策监管和估值调整风险；零售行业竞争加剧；“百亿农研”进展不及预期；多多买菜/出海等新业务进展不及预期。

预测指标	2023A	2024E	2025E	2026E
主营收入(百万元)	247639	418247	553795	706950
增长率(%)	90	69	32	28
归母净利润(百万元)	60027	125874	167912	220281
增长率(%)	90.33	109.70	33.40	31.19
摊薄每股收益(元)	11	22	29	39
ROE(%)	32.06	56.83	68.29	75.64
P/E	16.97	8.09	6.07	4.62
P/B	5.29	4.47	4.03	3.40
P/S	4.00	2.37	1.79	1.40
EV/EBITDA	16.05	7.73	5.69	4.36

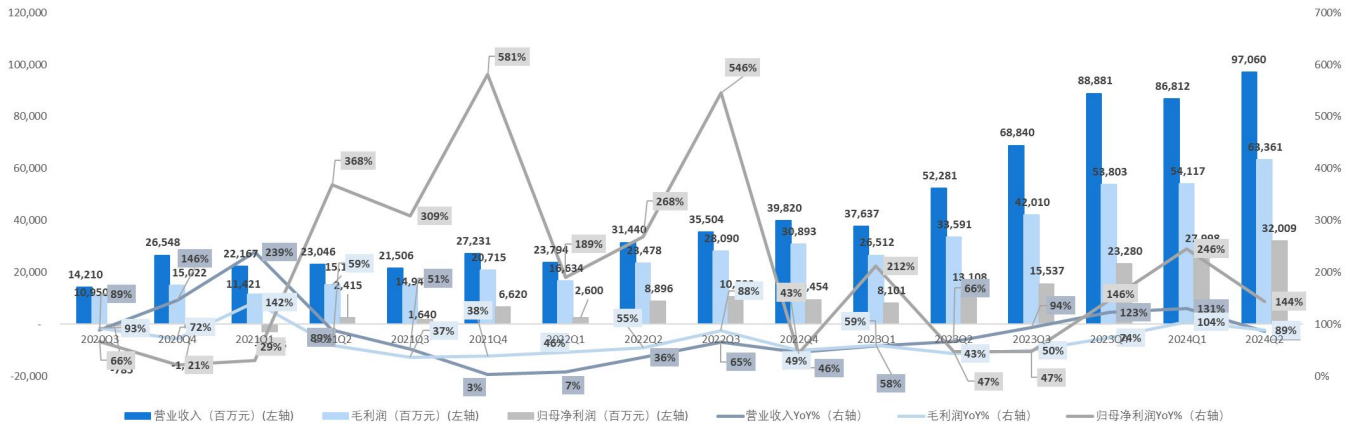
资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

（单位均为人民币；汇率参考 2024 年 8 月 27 日实时汇率 1 美元=7.13 人民币）

我们的观点:

(1) 业绩总览: 2024Q2 实现营业收入 971 亿元 (YoY+86%, QoQ+12%); 毛利润 634 亿元 (YoY+89%, QoQ+17%), 营业利润 326 亿元 (YoY+156%, QoQ+25%), 净利润 320 亿元 (YoY+144%, QoQ+14%), Non-GAAP 归母净利润 344 亿元 (YoY+125%, QoQ+13%)。

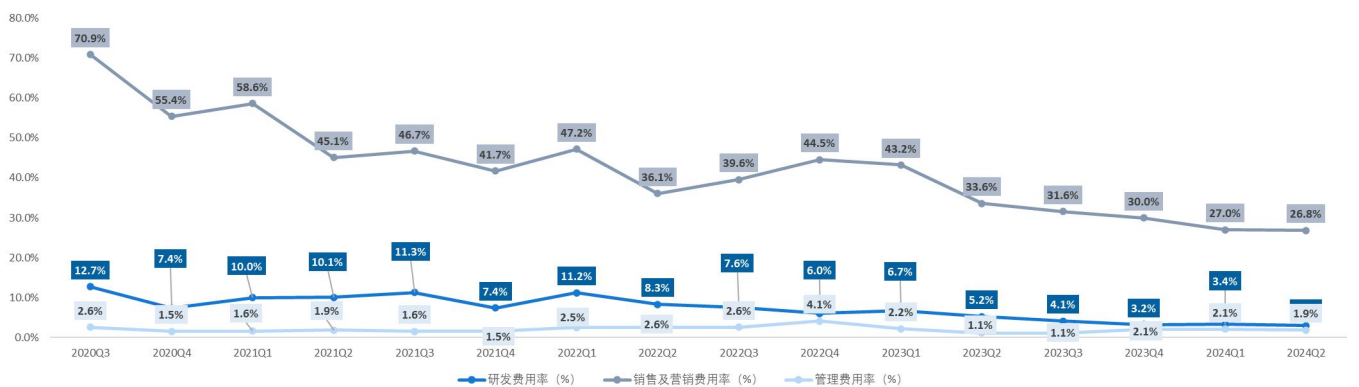
图 1: 2020Q3-2024Q2 公司主要财务指标情况



资料来源: 拼多多公司公告, 国海证券研究所

(2) 费用情况: 2024Q2 研发费用率 3.0% (YoY-2.2pct, QoQ-0.4pct); 销售及营销费用率 26.8% (YoY-6.7pct, QoQ-0.1pct); 管理费用率 1.9% (YoY+0.8pct, QoQ-0.2pct)。

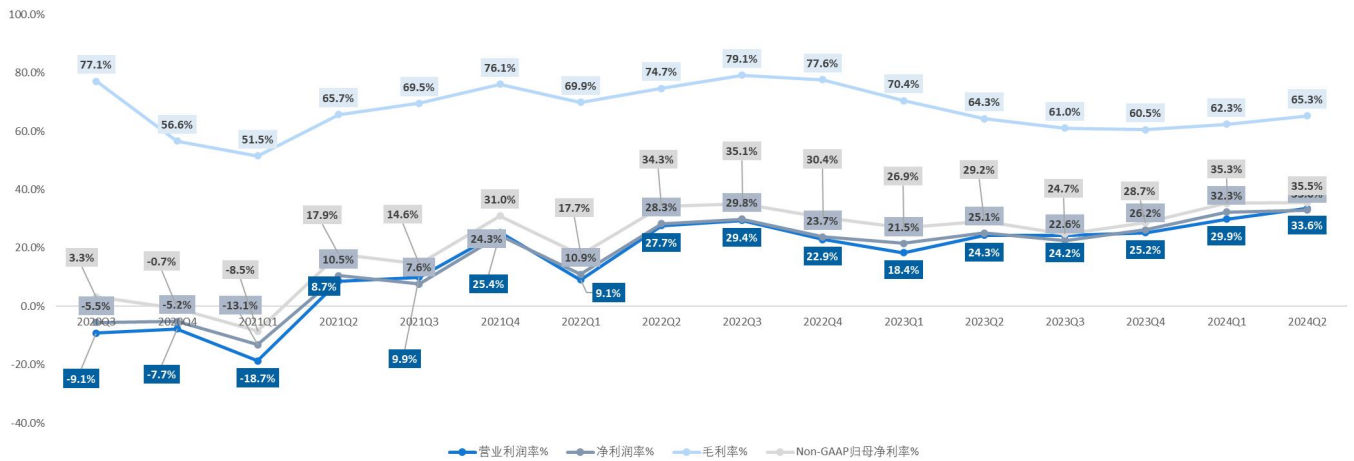
图 2: 2020Q3-2024Q2 公司主要费用率情况



资料来源: 拼多多公司公告, 国海证券研究所

(3) 利润率情况: 2024Q2 公司毛利润 634 亿元 (YoY+89%, QoQ+17%), 毛利率 65.3%; 营业利润 326 亿元 (YoY+156%, QoQ+25%), 营业利润率 33.6%; 净利润 320 亿元 (YoY+144%, QoQ+14%), 净利润率 33.0%; Non-GAAP 归母净利润 344 亿元 (YoY+125%, QoQ+13%), Non-GAAP 归母净利润率 35.5%。

图 3: 2020Q3-2024Q2 公司主要利润率情况



资料来源: 拼多多公司公告, 国海证券研究所

盈利预测与评级

考虑到国内主站和 Temu 业务增速放缓, 以及公司将持续投入商家生态建设, 我们调整了盈利预测。我们预计 2024-2026 年营收分别为 4,182/5,538/7,069 亿元, 归母净利润分别为 1,259/1,679/2,203 亿元, Non-GAAP 归母净利润分别为 1,351/1,772/2,299 亿元, 对应 Non-GAAP P/E 为 7X/6X/4X; 根据 SOTP 估值法, 我们给予 2024 年拼多多合计目标市值 11,915 亿元人民币, 对应目标价 120 美元/ADS, 维持“买入”评级。

图 4: 分部估值表

2024E	估值方法	对应市值 (亿元人民币)
拼多多主站	P/E	11,838
多多买菜	P/E	77
Temu 业务	P/GMV	1,856
目标市值		11,915
股本 (百万)		5,555
汇率 (元/美元)		7.13
目标股价 (美元/ADS)		120

资料来源: Wind 资讯, 国海证券研究所

注: ①根据拼多多财报披露 1 ADS = 4 普通股; ②汇率参考 2024 年 8 月 27 日实时汇率 1 美元=7.13 人民币

风险提示

宏观经济增长不及预期; 互联网政策监管和估值调整风险; 零售行业竞争加剧; “百亿农研” 进展不及预期; 多多买菜/出海等新业务进展不及预期。

附表：拼多多盈利预测表（股价单位为美元/ADS，其余数据单位均为人民币；汇率参考 2024 年 8 月 27 日实时汇率 1 美元=7.13 人民币）

证券代码:	PDD				股价:	100.00	投资评级:	买入	日期:	2024/08/26
财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E	每股指标与估值		2023A	2024E	2025E	2026E
盈利能力					每股指标					
ROE	32%	57%	68%	76%	EPS		10.51	22.03	29.39	38.55
毛利率	63%	63%	62%	62%	BVPS		33.71	39.87	44.26	52.42
期间费率	39%	33%	31%	30%	估值					
销售净利率	24%	30%	30%	31%	P/E		16.97	8.09	6.07	4.62
成长能力					P/B		5.29	4.47	4.03	3.40
收入增长率	90%	69%	32%	28%	P/S		4.00	2.37	1.79	1.40
利润增长率	90%	110%	33%	31%						
营运能力					利润表 (百万元)		2023A	2024E	2025E	2026E
总资产周转率	0.71	0.97	1.15	1.28	营业收入		247639	418247	553795	706950
应收账款周转率	21.83	36.50	45.63	45.62	营业成本		91724	155455	210442	268641
存货周转率	-	-	-	-	营业税金及附加		-	-	-	-
偿债能力					销售费用		82189	117723	147581	183807
资产负债率	46%	49%	49%	47%	管理费用		4076	7368	8307	9897
流动比	1.94	2.06	2.18	2.33	研发费用		10952	13055	16614	21208
速动比	1.91	2.04	2.15	2.31	其他费用/(-收入)		-	-	-	-
资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	营业利润		58699	124645	170851	223396
现金及现金等价物	121780	167299	193828	226224	营业外净收支		13182	20433	207291	25026
应收款项	11342	11459	12138	15496	利润总额		71881	145078	190456	248422
存货净额	-	-	-	-	所得税费用		-11850	-19055	-24759	-30969
其他流动资产	4213	4182	5538	5656	净利润		60027	125874	167912	220281
流动资产合计	294750	371151	421946	494808	少数股东损益		-	-	-	-
固定资产	980	1673	2215	2828	归属于母公司净利润		60027	125874	167912	220281
在建工程	-	-	-	-	现金流量表 (百万元)		2023A	2024E	2025E	2026E
无形资产及其他	21	134	134	135	经营活动现金流		94163	152957	192694	237739
长期投资	-	-	-	-	净利润		60027	125874	167912	220281
资产总计	348078	431513	479675	554327	少数股东权益		-	-	-	-
短期借款	649	8365	11076	14139	折旧摊销		786	1988	2631	3318
应付款项	-	8021	10621	13558	公允价值变动		6893	4182	5538	7069
应交税金	-	8365	11076	14139	营运资金变动		26456	20912	16614	7069
其他流动负债	152252	179846	193828	212085	投资活动现金流		-55431	-107438	-166165	-205343
流动负债合计	152901	204597	226601	253921	固定资产投资		-	-	-	-
长期借款及应付债券	5232	3346	4430	5656	短期投资		-	-	-	-
其他长期负债	2704	2091	2769	3535	其他		134524	146386	193828	212085
长期负债合计	7936	5437	7199	9190	筹资活动现金流		8961	-	-	-
负债合计	160837	210034	233800	263111	债务融资		-	-	-	-
股东权益	187242	221478	245875	291215	权益融资		-	-	-	-
负债和股东权益总计	348078	431513	479675	554327	现金净增加额		29479	45519	26529	32396

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

【海外小组介绍】

陈梦竹，现任国海证券海外研究首席分析师，南开大学本科&硕士，6年证券从业经验，专注于全球内容&社交互联网、消费互联网、科技互联网板块研究。

尹芮，现任国海证券海外研究分析师，康奈尔大学硕士，中国人民大学本科，2年证券从业经验，主要覆盖内容&社交互联网方向。

张娟娟，现任国海证券海外研究分析师，上海财经大学硕士，三年产业工作经验，曾任职于阿里巴巴、美团，主要覆盖消费互联网方向。

林臻，现任国海证券海外研究助理，中国人民大学本科，港科大硕士，主要覆盖科技互联网方向。

罗婉琦，现任国海证券海外研究助理，伦敦政治经济学院硕士，主要覆盖消费互联网方向。

卢瑞琪，现任国海证券海外研究助理，复旦大学硕士，主要覆盖科技互联网方向。

【分析师承诺】

陈梦竹，张娟娟，罗婉琦，本报告中的分析师均具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立，客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，不因，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收取到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本报告的风险等级定级为 R4，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。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。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

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。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。