

# 拼多多 (PDD)

证券研究报告  
2024年09月11日

## 24Q2 业绩：收入利润稳健增长，看好公司长期发展

投资评级

6个月评级

买入（维持评级）

### 24Q2 业绩要点：收入端及利润端稳健增长

公司公布 24Q2 业绩。2024Q2 公司营业收入同比增长 86%至 971 亿元，低于彭博一致预期 3%；拆分来看，公司 24Q2 营销服务收入为 491.2 亿元，同比增长 29%，略低于彭博一致预期；交易服务收入同比增长 234%至 479.4 亿元，我们预测主要系海外业务 Temu 的快速发展；公司 24Q2 Non-GAAP 调整后净利润同比增长 125.5%至 344.3 亿元，超彭博一致预期，Non-GAAP 净利率为 35.5%，我们认为主要系费率的有效控制和经营效率的提升。

### 行业竞争激烈，广告及电商增速放缓

公司 24Q2 营销服务收入同比增长 29%，略低于市场预期，增速同环比均有所放缓，交易服务收入同增 234%，略低于市场一致预期，我们测算公司增速有所放缓主要系宏观消费疲软叠加 Q2 电商旺季竞争激烈，各家补贴有所增加。我们认为公司加大供给端投入，将 GMV 重新作为第一增长目标，应对行业激烈竞争，短期或部分影响货币化率，长期来看公司仍具备强竞争力。

### 注重长期健康发展，将重点投入供应链及优质供给

管理层在业绩会上表示要推进高质量供给建设，大力扶持优质商家，促进平台生态健康发展；公司将在未来的一年内减免 100 亿优质商家的交易手续费，同时简化商家入驻和商品上架流程，加强平台生态治理。此外关于股东回报，管理层表示公司仍处于投入的阶段，未来几年暂无回购和分红的打算；我们认为公司加大供给端投入，短期平台货币化率或承压，但有利于部分缓和商家和平台的紧张关系，促进平台长久健康发展。

### TEMU 半托管占比稳步提升，带来收入增量

公司于 3 月中旬在北美推出半托管模式，此后陆续在欧洲、日韩等地区开放，通过将海外仓储、货运及退换责任转嫁到商家，有望持续改善海外 UE 模型，丰富大件 SKU 的供给。预计全年海外亏损额可控。

**投资建议：**考虑到电商行业竞争激烈，公司主站收入增速有所放缓，我们下调公司 2024-2025 年营业收入分别至 3990/4863 亿元（前值为 4253/5656 亿元），同比增长 61%/22%；考虑到公司加大供给端投入，我们下调 2024-2025 年 Non-GAAP 净利润至 1282/1553 亿元（前值为 1403/1867 亿元），同比增长 89%/21%，对应 9 月 6 日收盘价 PE 分别为 7X/6X，维持“买入”评级。

**风险提示：**宏观经济不确定性；行业竞争加剧；主站收入增速放缓，货币化率提升不及预期；海外业务开展不及预期；多多买菜业务盈利进度不及预期；海外监管存在不确定性。

### 作者

孔蓉

分析师

SAC 执业证书编号：S1110521020002  
kongrong@tfzq.com

何富丽

分析师

SAC 执业证书编号：S1110521120003  
hefuli@tfzq.com

### 相关报告

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

### 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期标普 500 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期标普 500 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

### 天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	A 栋 23 层 2301 房	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	邮编：570102	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	电话：(0898)-65365390	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com