

公司研究

销售费用率环比提升，3Q 广告收入同增 24.35%

——拼多多（PDD.O）2024 年三季报点评

要点

公司 3Q2024 营收同比增长 44.33%，GAAP 归母净利润同比增长 60.78%

公司公布 2024 年三季报：1-3Q2024 实现营业收入 2832.26 亿元，同比增长 78.40%，实现 GAAP 归母净利润 849.88 亿元，同比增长 131.28%，实现 Non-GAAP 归母净利润 924.93 亿元，同比增长 118.03%。

单季度拆分来看，3Q2024 实现营业收入 993.54 亿元，同比增长 44.33%，实现 GAAP 归母净利润 249.81 亿元，同比增长 60.78%，实现 Non-GAAP 归母净利润 274.59 亿元，同比增长 61.26%。

公司 3Q2024 综合毛利率下降 0.99 个百分点，期间费用率下降 1.27 个百分点

1-3Q2024 公司综合毛利率为 62.54%，同比下降 1.78 个百分点。单季度拆分来看，3Q2024 公司综合毛利率为 60.03%，同比下降 0.99 个百分点。

1-3Q2024 公司期间费用率为 33.29%，同比下降 8.18 个百分点，其中，销售/管理/财务/研发费用率分别为 28.23%/1.93%/0.00%/3.14%，同比分别变化 -6.76/+0.56/-0.02/-1.96 个百分点。3Q2024 公司期间费用率为 35.58%，同比下降 1.27 个百分点，其中，销售/管理/财务/研发费用率分别为 30.68%/1.82%/0.00%/3.08%，同比分别变化 -0.91/+0.72/-0.02/-1.05 个百分点。

3Q2024 在线营销服务收入同增 24.35%，佣金收入同增 71.52%

公司 1-3Q2024 实现在线营销服务收入 1409.23 亿元，同比增长 34.39%，实现佣金收入 1423.03 亿元，同比增长 164.05%；其中，公司 3Q2024 实现在线营销服务收入 493.51 亿元，同比增长 24.35%，实现佣金收入 500.03 亿元，同比增长 71.52%。3Q2024 平台推出一系列“减免+扶持”的举措，“百亿减免”不仅降低了商家的经营成本，也提升了经营效率。

下调盈利预测，维持“买入”评级

公司 3Q2024 毛利率环比同比均有所下滑，主要是由于 TEMU 业务处于快速发展期，成本投入具有一定不确定性，且考虑到公司营销投放力度有所提升，我们下调对公司 2024/2025/2026 年 GAAP 归母净利润的预测 15%/24%/27%至 1079.55/1406.16/1804.16 亿元。公司电商主站高性价比心智壁垒较强，百亿减免措施效果较好，维持“买入”评级。

风险提示：业内竞争加剧，多多买菜和 TEMU 进展不及预期，直播电商冲击。

公司盈利预测与估值简表

指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	130,558	247,639	394,347	511,218	627,155
营业收入增长率	39%	90%	59%	30%	23%
GAAP 归母净利润（百万元）	31,538	60,027	107,955	140,616	180,416
GAAP 归母净利润增速（%）	306%	90%	80%	30%	28%
Non-GAAP 归母净利润（百万元）	39,530	67,899	115,934	148,595	188,395
Non-GAAP 归母净利润增速（%）	186%	72%	71%	28%	27%
EPS（GAAP，元）	5.97	10.91	19.43	25.31	32.48
P/E	31	17	10	7	6
P/B	8.4	5.5	3.4	2.3	1.6

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间 2024-11-21，美元汇率按 1 美元=7.2 人民币计算，1ADR=4 股普通股如不标注美元，本文元均指人民币

买入（维持）

当前价：104.09 美元

作者

分析师：付天姿

执业证书编号：S0930517040002

021-52523692

futz@ebscn.com

分析师：赵越

执业证书编号：S0930524020001

021-52523690

zhaoyue1@ebscn.com

分析师：田然

执业证书编号：S0930523050001

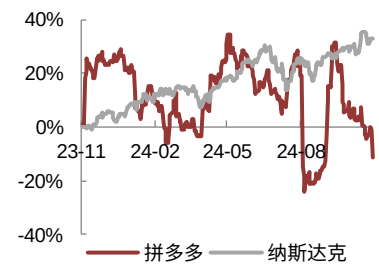
021-52523799

tianran@ebscn.com

市场数据

总股本(亿股)	55.55
总市值(亿美元):	1,445.57
一年最低/最高(美元):	88.01/164.69
近 3 月换手率:	87.31%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
绝对	-19.00	-29.28	-11.37
相对	-21.15	-36.96	-44.36

资料来源：Wind

相关研报

2Q24 收入同增 86%，加大力度扶持优质商家——拼多多（PDD.O）2024 年半年报点评（2024-08-27）

业绩持续超预期，TEMU 推出半托管模式——拼多多（PDD.O）2024 年一季报点评（2024-05-22）

费用率进一步下滑，TEMU 未来可期——拼多多（PDD.O）2023 年年报点评（2024-03-21）

表 1: 公司 3Q2024GAAP 归母净利润同比增长 60.78%

	GAAP 归母净利润 (万元)	GAAP 归母净利润同比增速 (%)	Non-GAAP 归母净利润 (万元)	Non-GAAP 归母净利润同比增速 (%)
2Q2022	889634.00	268.44	1077629.50	161.22
3Q2022	1058857.40	545.66	1244721.60	295.13
4Q2022	945369.70	42.81	1210577.00	43.36
1Q2023	810102.70	211.64	1012639.20	141.08
2Q2023	1310808.60	47.34	1526935.60	41.69
3Q2023	1553712.20	46.73	1702708.40	36.79
4Q2023	2328030.90	146.26	2547646.00	110.45
1Q2024	2799782.60	245.61	3060180.50	202.20
2Q2024	3200935.50	144.20	3443213.40	125.50
3Q2024	2498069.40	60.78	2745870.10	61.26
TTM	10826818.40	134.35	11796910.00	116.34

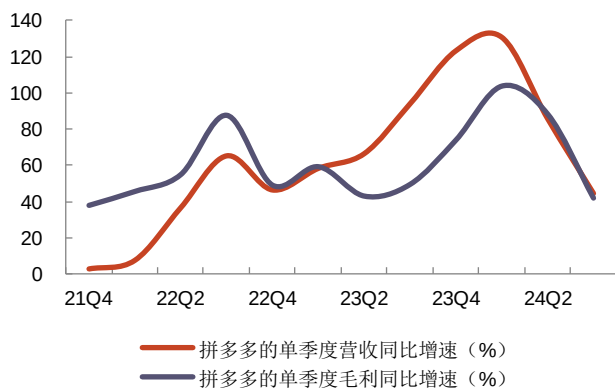
资料来源: 公司公告, 光大证券研究所整理

表 2: 公司 3Q2024 净利率较上年同期上升 2.57 个百分点

	营业收入 (万元)	营业收入同比增速 (%)	毛利率 (%)	毛利率同比变动 (百分点)	期间费用率 (%)	净利率 (%)	净利率同比变动 (百分点)
2Q2022	3143956.80	36.42	74.68	8.95	47.05	28.30	17.82
3Q2022	3550430.40	65.09	79.12	9.61	49.76	29.82	22.20
4Q2022	3982002.80	46.23	77.58	1.51	54.73	23.74	-0.57
1Q2023	3763705.00	58.18	70.44	0.53	52.06	21.52	10.60
2Q2023	5228074.80	66.29	64.25	-10.42	39.95	25.07	-3.22
3Q2023	6884037.10	93.89	61.03	-18.09	36.85	22.57	-7.25
4Q2023	8888103.60	123.21	60.53	-17.05	35.35	26.19	2.45
1Q2024	8681205.90	130.66	62.34	-8.10	32.42	32.25	10.73
2Q2024	9705953.10	85.65	65.28	1.03	31.73	32.98	7.91
3Q2024	9935440.10	44.33	60.03	-0.99	35.58	25.14	2.57
TTM	37210702.70	87.39	62.06	-4.92	33.78	29.10	5.83

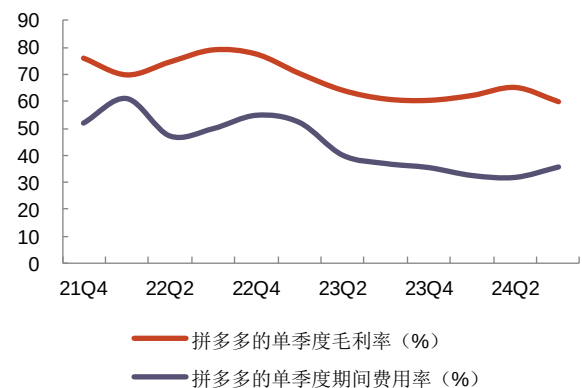
资料来源: 公司公告, 光大证券研究所整理

图 1: 公司单季度营收和毛利同比增速 (2021Q4-2024Q3)



资料来源: 公司公告, 光大证券研究所整理

图 2: 公司单季度毛利率和期间费用率 (2021Q4-2024Q3)



资料来源: 公司公告, 光大证券研究所整理

财务报表与盈利预测

利润表 (亿元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	1,306	2,476	3,943	5,112	6,272
营业成本	315	917	1,499	1,917	2,320
折旧和摊销	7	7	6	6	6
销售费用	543	822	1,124	1,457	1,756
管理费用	40	41	75	97	119
研发费用	104	110	122	158	194
财务费用	0.5	0.4	0.0	0.0	0.0
投资收益	40	102	201	275	374
营业利润	304	587	1,124	1,483	1,881
利润总额	364	719	1,349	1,758	2,255
所得税	47	118	270	352	451
净利润	315	600	1,080	1,406	1,804
归属母公司净利润	315	600	1,080	1,406	1,804
EPS(元)	5.97	10.91	19.43	25.31	32.48

现金流量表 (亿元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	485	942	2,309	2,225	2,617
投资活动产生现金流	-224	-554	-400	-499	-621
融资活动现金流	0.1	-90	0	0	0
汇兑影响	1	-3	0	0	0
现金净变化	263	295	1,909	1,726	1,996
期初现金	660	923	1,218	3,127	4,853
期末现金	923	1,218	3,127	4,853	6,849

主要指标

盈利能力 (%)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
毛利率	75.90%	62.96%	62.00%	62.50%	63.00%
EBITDA 率	28.28%	29.29%	34.35%	34.48%	36.04%
EBIT 率	27.82%	29.04%	34.22%	34.38%	35.96%
税前净利润率	27.78%	29.02%	34.22%	34.38%	35.96%
归母净利润率	24.16%	24.24%	27.38%	27.51%	28.77%
ROA	12.82%	16.86%	19.26%	18.27%	17.44%
ROE (摊薄)	26.78%	32.06%	35.61%	31.13%	28.19%
经营性 ROIC	37.34%	53.71%	54.04%	44.14%	38.45%

偿债能力	2022	2023	2024E	2025E	2026E
资产负债率	50%	46%	48%	44%	41%
流动比率	1.85	1.93	1.95	2.15	2.38
速动比率	1.83	1.90	1.92	2.13	2.36

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (亿元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
总资产	2,371	3,481	5,836	8,117	10,788
货币资金	923	1,218	3,127	4,853	6,849
交易性金融资产	1,151	1,574	1,968	2,460	3,075
应收账款	6	39	20	27	35
其他应收款 (合计)	63	74	118	153	188
其他流动资产	23	42	69	88	107
流动资产合计	2,166	2,948	5,302	7,582	10,253
其他权益工具	14	41	41	41	41
固定资产	10	10	11	11	12
无形资产	1.3	0.2	0.2	0.2	0.2
其他非流动资产	179	482	482	482	482
非流动资产合计	205	533	534	535	535
总负债	1,193	1,608	2,805	3,600	4,388
应付账款	633	750	1,577	2,045	2,509
应付票据	17	12	203	275	348
预收账款	164	190	291	360	426
其他流动负债	354	576	654	841	1,026
流动负债合计	1,169	1,529	2,725	3,520	4,308
应付债券	16	52	52	52	52
其他非流动负债	9	27	27	27	27
非流动负债合计	25	79	79	79	79
股东权益	1,178	1,872	3,031	4,517	6,400
股本溢价	993	1,074	1,074	1,074	1,074
其他综合收益	33	47	127	206	285
留存收益	152	751	1,831	3,237	5,041
归属母公司权益	1,178	1,872	3,031	4,517	6,400

费用率	2022	2023	2024E	2025E	2026E
销售费用率	41.62%	33.19%	28.50%	28.50%	28.00%
管理费用率	3.04%	1.65%	1.90%	1.90%	1.90%
研发费用率	7.95%	4.42%	3.10%	3.10%	3.10%
所得税率	12.98%	16.49%	20.00%	20.00%	20.00%

每股指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E
每股经营现金流	9.14	19.93	41.57	40.06	47.11
每股净资产	22.31	34.02	54.57	81.31	115.22
每股销售收入	24.73	45.00	70.99	92.03	112.90

估值指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E
PE	31	17	10	7	6
PB	8.4	5.5	3.4	2.3	1.6

行业及公司评级体系

评级	说明
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 15%；
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。
基准指数说明： A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。	

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

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并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、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，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中所载观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区新闻路 1508 号
静安国际广场 3 楼

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Securities(UK) Company Limited
6th Floor, 9 Appold Street, London, United Kingdom, EC2A 2AP