

拼多多 (PDD.O) 2024Q3 财报点评

增持 (维持)

收入及利润增速放缓, 商户友好政策促进生态健康发展

拼多多发布 2024Q3 业绩, Q3 公司营业收入 993.5 亿元, YOY+44%, 广告收入 493.5 亿元, YOY+24%, 佣金收入 500 亿元, YOY+72%, Non-GAAP 归母净利润 275 亿元, YOY+61%。本季度行业竞争加剧及以旧换新补贴行业背景下平台受益有限带来收入及利润增速有所放缓, 同时平台推出系列商户扶持政策有望促进平台及供应链健康发展, 长期仍看好公司主站稳固性价比竞争力及海外市场增长潜力, 维持“增持”评级。

□行业竞争加剧收入增速放缓, 商户扶持政策促进平台生态健康发展。24Q3 公司实现总收入 993.5 亿元, YOY+44%, 广告收入 493.5 亿元, YOY+24% (彭博一致预期+24%), 佣金收入 500 亿元, YOY+72% (预期+82%)。本季度平台 GMV 及广告收入增长放缓, 公司表示受限第三方平台运营的历史能力局限, 拼多多在以旧换新政策中受益有限, 以及电商行业激烈竞争下平台增长有所放缓; 此外平台推出一系列商户扶持举措帮助商家实现费用减免, 9 月起返还商品退款订单的 0.6% 基础技术服务费以及下调先用后付订单基础服务费, 预计对佣金带来一定影响。公司表示未来一年将进行超过百亿的费用减免帮助更多商家降费提效, 推动平台及供应链生态进一步健康发展。

□长期投入高质量增长及以旧换新行业背景下平台投入的更高成本或将造成未来利润承压。24Q3 毛利率为 60%, 同比下降 1pct, 主要源于半托管占比提升; 销售费用/管理费用/研发费用分别为 305/ 18/ 31 亿元, 费用率分别为 30.7%/1.8%/3.1%, 同比 -0.9pct/+0.7pct/-1.1pct, Non-GAAP 归母净利润 274.6 亿元, YOY+61.3% (彭博一致预期+71.5%), 利润增速有所放缓, 在商户友好政策方面, 平台承担全部物流中转费用, 大幅降低西部偏远地区订单的快递费用; 此外在家电以旧换新补贴行业背景下, 公司受益有限、同时为维持同样商品竞争力相对投入更高成本, 造成利润端有所承压, 公司表示未来面对行业激烈竞争未来将持续投入于长期高质量增长。

□Temu 半托管持续推进, 面临海外环境不确定性追求可持续增长。Temu 海外市场稳步扩张, 截至 10 月共开设约 70+ 站点, 用户规模持续扩张, 据 Sensortower, 截止 2024 年 10 月 Temu MAU 达到 3.3 亿人 (Shein 1.8 亿, Amazon 3.4 亿), 环比增长 2000+ 万人。平台半托管模式持续推进, GMV 占比稳步提升; 同时特朗普上台跨境电商面临关税提升等海外环境不确定风险, 公司表示将进一步加强合规及安全营商环境建设, 追求可持续增长。

□投资建议: 我们预计 2024-2026 年拼多多 Non-GAAP 归母净利润分别为 1267/ 1599/ 1904 亿元, 同比+87%/+26%/+19%。本季度行业竞争加剧及以旧换新行业背景下平台受益有限带来收入及利润增速有所放缓, 同时平台推出系列商户扶持政策有望促进平台及供应链健康发展, 长期仍看好公司主站稳固性价比竞争力及海外市场增长潜力, 维持“增持”评级。

□风险提示: 宏观经济风险; 行业竞争加剧; 利润波动风险; 海外政策风险。

财务数据与估值

会计年度	2022	2023	2024E	2025E	2026E
主营收入(百万元)	130558	247639	406931	535803	625510
同比增长	39%	90%	64%	32%	17%
归母净利润(百万元)	31538	60027	116151	143828	171644
同比增长	306%	90%	94%	24%	19%
NON-GAAP 净利润(百万元)	39530	67899	126742	159902	190409
同比增长	186%	72%	87%	26%	19%
每股收益(NON-GAAP)	3.95	6.79	12.67	15.99	19.04
P/E (NON-GAAP)	29.8	17.4	9.3	7.4	6.2
P/B(倍)	4.5	3.1	1.9	1.2	3.2

资料来源: 公司数据、招商证券

消费品/商业

当前股价: 104 美元

基础数据

总股本(百万股)	531435
已上市流通股(百万)	531435
总市值(十亿元)	1696
流通市值(十亿元)	1696
每股净资产(MRQ)	4.97
ROE(TTM)	32.06
资产负债率	46.2%
主要股东	黄峥
主要股东持股比例	26.5%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-6.3	-23.1	-34.5
相对表现	-7.1	-12.9	-42.9

资料来源: 公司数据、招商证券

相关报告

- 1、《拼多多 (PDD) 事件点评—亚马逊推出低价商店, 预计对 Temu 影响有限》2024-06-29
- 2、《拼多多 (PDD) 24Q1 财报点评—利润远超市场预期, TEMU 盈利在望》2024-05-23
- 3、《拼多多 (PDD) 23Q4 财报点评—收入及利润大超预期, Temu 彰显成长性 & 利润弹性》2024-03-21

丁浙川 S1090519070002

dingzhechuan@cmschina.com.cn

胡馨媛 研究助理

huxinyuan@cmschina.com.cn

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
流动资产	216618	417532	696411	900108	1104159
现金及现金等价物	34326	144567	303524	412268	576188
交易性金融资产	0	0	0	0	0
其他短期投资	115113	86517	86517	86517	86517
应收账款及票据	0	0	0	0	0
其它应收款	6907	14233	23388	30794	33874
存货	0	7338	12048	13790	15169
其他流动资产	60273	164879	270935	356738	392412
非流动资产	20502	21715	22323	22873	22561
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	1045	3618	4226	4775	4464
无形资产	134	701	701	701	701
其他	19323	17396	17396	17396	17396
资产总计	237120	439247	718734	922980	1126720
流动负债	116889	260203	423538	483957	531779
应付账款	0	5644	9267	10607	11667
应交税金	0	5734	5734	5734	5734
短期借款	13886	0	0	0	0
其他	103004	248825	408537	467616	514377
长期负债	2460	12365	12365	12365	12365
长期借款	1576	11789	11789	11789	11789
其他	884	577	577	577	577
负债合计	119349	272568	435904	496322	544144
股本	0	0	0	0	0
储备	75114	117771	166679	282830	426658
少数股东权益	0	0	0	0	0
归属于母公司					
所有者权益	117771	166679	282831	426658	582576
负债及权益合计	237120	439247	718734	922980	1126720

现金流量表

单位：百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	35845	85142	137656	82770	137095
净利润	31538	60027	116151	143828	155917
折旧与摊销	257	328	392	450	462
营运资本变动	10061	37929	43414	(34533)	7690
其他非现金调整	(6012)	(13142)	(22301)	(26975)	(26975)
投资活动现金流	(24893)	42142	21301	26025	26875
资本性支出	(1000)	(1000)	(1000)	(1000)	(150)
出售固定资产					
收到的现金	0	0	0	0	0
投资增减	28029	(28029)	0	0	0
其它	4136	15113	22301	27025	27025
筹资活动现金流	(4115)	4020	0	(50)	(50)
债务增减	(10213)	10213	0	0	0
股本增减	0	0	0	0	0
股利支付	0	0	0	0	0
其它筹资	6098	(6193)	0	(50)	(50)
其它调整	0	0	0	0	0
现金净增加额	6837	131303	158957	108744	163919

利润表

单位：百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
总营业收入	130558	247639	406931	535803	625510
主营收入	130558	247639	406931	535803	625510
营业成本	31462	91724	150598	172376	189614
毛利	99095	155916	256333	363427	399769
营业支出	68693	97217	141527	221192	243311
营业利润	30402	58699	114806	142234	156458
利息支出	52	44	0	50	50
利息收入	3997	10238	19680	19913	19913
权益性投资损益	(155)	(5)	(100)	0	0
其他非经营性损益	2221	2953	2721	7112	7112
非经常项目损益	(150)	36	(273)	0	0
除税前利润	36264	71876	136835	169209	183432
所得税	4726	11850	20683	25381	27515
少数股东损益	0	0	0	0	0
调整后归母净利润	39530	67899	126742	159902	190409
EPS (NON-GAAP)	3.95	6.79	12.67	15.99	19.04

主要财务比率

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
年成长率					
营业收入	39%	90%	64%	32%	17%
营业利润	341%	93%	96%	24%	10%
净利润	306%	90%	94%	24%	8%
获利能力					
毛利率	75.9%	63.0%	63.0%	67.8%	67.8%
净利率	24.2%	24.2%	28.5%	26.8%	26.5%
ROE	26.8%	36.0%	41.1%	33.7%	26.8%
ROIC	23.8%	33.6%	39.5%	32.8%	26.2%
偿债能力					
资产负债率	50.3%	62.1%	60.6%	53.8%	48.3%
净负债比率	6.5%	2.7%	1.6%	1.3%	1.0%
流动比率	1.9	1.6	1.6	1.9	2.1
速动比率	1.9	1.6	1.6	1.8	2.0
营运能力					
资产周转率	0.6	0.6	0.6	0.6	0.5
应收帐款周转率	21.2	23.4	21.6	19.8	18.2
应付帐款周转率	32.2	32.5	20.2	17.3	17.0
每股资料 (元)					
每股收益	3.95	6.79	12.67	15.99	19.04
每股经营现金	7.15	16.99	27.46	16.51	7.70
每股净资产	23.49	33.25	56.42	85.12	32.71
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
估值比率					
PE (Nongaap)	29.8	17.4	9.3	7.4	6.2
PB	4.5	3.1	1.9	1.2	3.2

资料来源：公司数据、招商证券

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制，仅对中国境内投资者发布，请您自行评估接收相关内容的适当性。本公司不会因您收到、阅读相关内容而视您为中国境内投资者。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。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业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。