

# 拼多多 (PDD.O)

优于大市

## 2024Q3 财报点评：公司加大商户佣金减免，受竞争影响未来利润承压

### 核心观点

**营收：**本季度公司营业收入 994 亿元，同比增长 44%，其中广告营销收入 490 亿元，yoy +29%；支付通道收入 500 亿元，yoy +72%，环比看广告和支付通道收入增速均有下降。分拆看，广告收入为主站广告营销收入，据我们测算，Q3 公司主站 GMV 增速为 20% 左右，广告与 GMV 增速 GAP 同环比均收窄，仍保持货币化率提升趋势；支付通道收入包含主站佣金、多多买菜与 TEMU 收入，本季度支付通道收入增速同环比显著下滑（去年同期 yoy+315%、24Q2 yoy+234%），我们认为支付通道收入增速下滑主要原因为公司投入平台生态建设、主动下调国内主站佣金，24Q3 公司推出“百亿费用减免计划”，包括服务费返还、降低“先用后付”服务费用等，目前已覆盖平台所有产品品类，计划未来一年减免费用超 100 亿元。

**利润：**本季度公司 non-GAAP 净利润 275 亿元，yoy+61%，non-GAAP 净利率 28%，净利率同比提升 3pct。本季度公司毛利率 60%，同比下降 1pct，主要由于平台全额承担西部地区订单运费，以及高毛利的佣金占比下滑导致的毛利率结构性下降；公司仍保持相对高效的费用投放效率，本季度费用率合计 35.6%，同比下降 1.2pct，其中销售费用同比提升 40%，销售费率同比下降 1pct 至 31%，部分受国内电商竞争加剧影响；管理费用同比上升 138%，管理费率同比提升 1pct；研发费用同比上升 8%，研发费率同比下降 1pct 至 3.1%。我们预计本季度海外业务亏损 26 亿人民币。值得一提的是，管理层表示由于受限于第三方平台运营的模式、以及团队老化能力有限，公司错失了家电以旧换新的国家补贴政策，导致为了维持同样的商品竞争力，平台需要付出相比同行更大的费用，可能影响未来一段时间的盈利水平。

**投资建议：**维持“优于大市”评级。拼多多目前隐含 2024 年经调 PE 9 倍，公司战略转向长期投资，管理层指引长期公司盈利能力承压。我们调整 2024-2026 年收入至 3909/4978/5770 亿元，调整幅度为 -6.8%/-2.7%/-2.6%，主要反映公司将减免国内商家佣金以及海外业务收入增速下滑。我们调整 2024-2026 年经调净利至 1190/1288/1477 亿元，调整幅度为 -2%/-9%/-9%，主要原因是公司将加大投资，盈利能力承压。维持公司目标价 136-150 美元，距当前上升空间为 31%-44%，维持“优于大市”评级。

**风险提示：**美国证券交易委员会监管风险，电商竞争格局加剧的风险等。

### 盈利预测和财务指标

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	130,558	247,639	390,879	497,810	577,008
(+/-%)	39.0%	89.7%	57.8%	27.4%	15.9%
净利润(百万元)-经调整	39530	67899	118969	128816	147687
(+/-%)	186%	71.8%	75.2%	8.3%	14.6%
每股收益(元)-经调整	8.30	11.87	21.72	23.51	26.96
EBIT Margin	33.5%	35.2%	27.4%	25.2%	25.2%
净资产收益率 (ROE)	26.8%	32.1%	34.0%	28.9%	25.3%
市盈率 (PE)	22.7	15.9	8.7	8.0	7.0
EV/EBITDA	4.5	3.3	3.7	4.1	4.4
市净率 (PB)	7.62	5.75	3.64	2.59	1.93

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

### 公司研究 · 海外公司财报点评

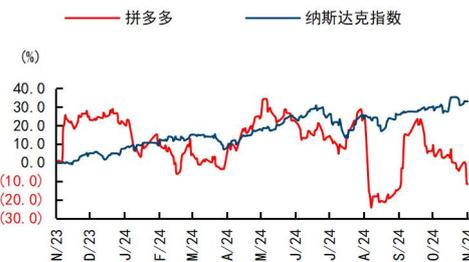
#### 互联网 · 互联网 II

证券分析师：张伦可 联系人：王颖婕  
0755-81982651 0755-81983057  
zhanglunke@guosen.com.cn wangyingjie1@guosen.com.cn  
S0980521120004

#### 基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	136.00 - 150.00 美元
收盘价	104.09 美元
总市值/流通市值	138,877/138,877 百万美元
52 周最高价/最低价	164.69/88.01 美元
近 3 个月日均成交额	1947.91 百万美元

#### 市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

#### 相关研究报告

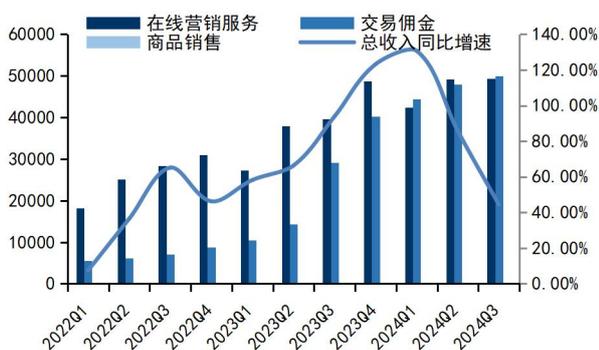
- 《拼多多 (PDD.O) -2024Q2 财报点评：利润表现亮眼，公司将加大投入商家生态》——2024-08-27
- 《拼多多 (PDD.O) -2024Q1 财报点评：主站保持高速增长，海外业务大幅减亏》——2024-05-23
- 《拼多多 (PDD.O) -2023Q4 财报点评：主站货币化率持续提升，海外费用投放可控》——2024-03-22
- 《拼多多 (PDD.O) -2023Q3 财报点评：收入利润表现亮眼，TEMU 交易额与收费能力快速提升》——2023-11-29
- 《拼多多 (PDD.O) -2023Q2 财报点评：收入利润表现亮眼，主站收费能力不断提升》——2023-08-31

## 整体表现：公司加大商户佣金减免，受竞争影响未来利润承压

本季度公司营业收入 994 亿元，同比增长 44%，其中广告营销收入 490 亿元，yoy +29%；支付通道收入 500 亿元，yoy +72%，环比看广告和支付通道收入增速均有下降。分拆看，广告收入为主站广告营销收入，据我们测算，Q3 公司主站 GMV 增速为 20%左右，广告与 GMV 增速 GAP 同环比均收窄，仍保持货币化率提升趋势；支付通道收入包含主站佣金、多多买菜与 TEMU 收入，本季度支付通道收入增速同环比显著下滑（去年同期 yoy+315%、24Q2 yoy+234%），我们认为支付通道收入增速下滑主要原因为公司投入平台生态建设、主动下调国内主站佣金，24Q3 公司推出“百亿费用减免计划”，包括服务费返还、降低“先用后付”服务费用等，目前已覆盖平台所有产品品类，计划未来一年减免费用超 100 亿元。

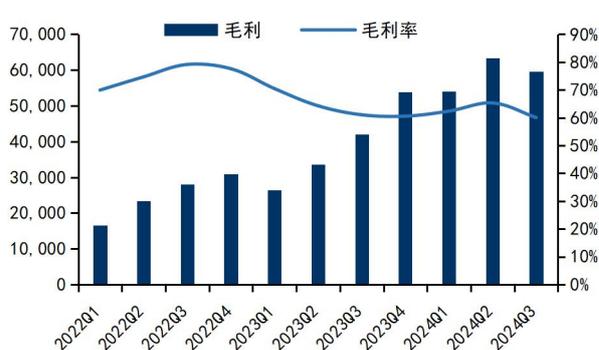
本季度公司 non-GAAP 净利润 275 亿元，yoy+61%，non-GAAP 净利率 28%，净利率同比提升 3pct。本季度公司毛利率 60%，同比下降 1pct，主要由于平台全额承担西部地区订单运费，以及高毛利的佣金占比下滑导致的毛利率结构性下降；公司仍保持相对高效的费用投放效率，本季度费用率合计 35.6%，同比下降 1.2pct，其中销售费用同比提升 40%，销售费率同比下降 1pct 至 31%，部分受国内电商竞争加剧影响；管理费用同比上升 138%，管理费率同比提升 1pct；研发费用同比上升 8%，研发费率同比下降 1pct 至 3.1%。我们预计本季度海外业务亏损 26 亿人民币。值得一提的是，管理层表示由于受限于第三方平台运营的模式、以及团队老化能力有限，公司错失了家电以旧换新的国家补贴政策，导致为了维持同样的商品竞争力，平台需要付出相比同行更大的费用，可能影响未来一段时间的盈利水平。

图1：拼多多季度分部营业收入及增速（百万元，%）

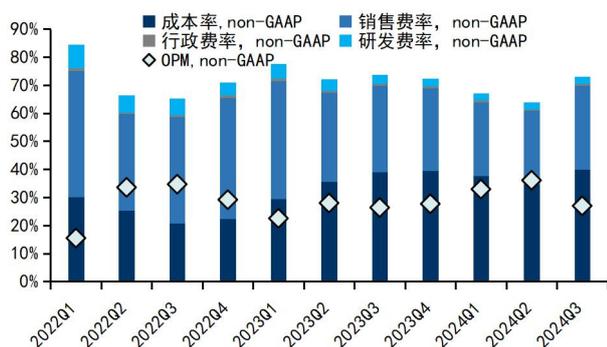


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

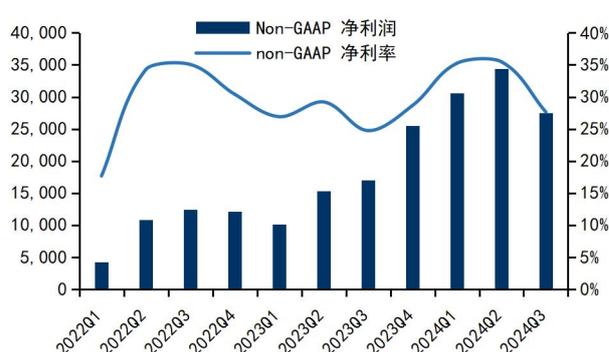
图2：拼多多季度毛利及毛利率变化情况（百万元，%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

**图3: 拼多多经调整各项费用率和 EBIT 利润率情况 (%)**


资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

**图4: 拼多多季度 Non-GAAP 净利润及净利率 (百万元, %)**


资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

## 投资建议: 维持“优于大市”评级

拼多多目前隐含 2024 年经调 PE 9 倍, 公司战略转向长期投资, 管理层指引长期公司盈利能力承压。我们调整 2024-2026 年收入至 3909/4978/5770 亿元, 调整幅度为 -6.8%/-2.7%/-2.6%, 主要反映公司将减免国内商家佣金以及海外业务收入增速下滑。我们调整 2024-2026 年经调净利至 1190/1288/1477 亿元, 调整幅度为 -2%/-9%/-9%, 主要原因是公司将加大投资, 盈利能力承压。维持公司目标价 136-150 美元, 距当前上升空间为 31%-44%, 维持“优于大市”评级。

## 风险提示

美国证券交易委员会监管风险, 新进入者竞争加剧等市场风险, 宏观经济系统性风险等。

# 财务预测与估值

资产负债表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E	利润表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	34326	59794	186854	278330	335532	营业收入	130558	247639	390879	497810	577008
应收款项	7113	11342	17903	22800	26428	营业成本	31462	91724	149666	199124	230803
存货净额	0	0	819	1090	1263	营业税金及附加	0	0	0	0	0
其他流动资产	60066	66198	104489	133074	154245	销售费用	44802	54344	114361	148136	171703
<b>流动资产合计</b>	<b>216618</b>	<b>294750</b>	<b>525329</b>	<b>729665</b>	<b>920019</b>	管理费用	10533	14350	19891	25340	29377
固定资产	1045	980	4078	7175	10251	财务净开支	(4171)	(10266)	(4090)	(8345)	(11335)
无形资产及其他	134	21	67	106	140	投资收益	(155)	(5)	(115)	(115)	(115)
投资性房地产	19323	52327	52327	52327	52327	资产减值及公允价值变动	656	2221	2721	2721	2721
长期股权投资	0	0	0	0	0	其他收入	(12018)	(27864)	(257)	(207)	(140)
<b>资产总计</b>	<b>237120</b>	<b>348078</b>	<b>581802</b>	<b>789273</b>	<b>982736</b>	营业利润	36413	71841	113402	135955	158927
短期借款及交易性金融负债	13886	649	4845	6460	3984	营业外净收支	(150)	36	0	1	0
应付款项	10950	0	0	0	0	<b>利润总额</b>	<b>36264</b>	<b>71876</b>	<b>113402</b>	<b>135956</b>	<b>158927</b>
其他流动负债	92054	152252	283707	372348	431574	所得税费用	4726	11850	17150	20560	24034
<b>流动负债合计</b>	<b>116889</b>	<b>152901</b>	<b>288552</b>	<b>378808</b>	<b>435558</b>	少数股东损益	0	0	0	0	0
长期借款及应付债券	1576	5232	5232	5232	5232	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>31538</b>	<b>60027</b>	<b>96252</b>	<b>115395</b>	<b>134892</b>
其他长期负债	884	2704	4524	6345	8165	<b>现金流量表(百万元)</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>
<b>长期负债合计</b>	<b>2460</b>	<b>7936</b>	<b>9756</b>	<b>11576</b>	<b>13396</b>	净利润	31538	60027	96252	115395	134892
<b>负债合计</b>	<b>119349</b>	<b>160837</b>	<b>298308</b>	<b>390384</b>	<b>448954</b>	资产减值准备	0	0	0	0	0
少数股东权益	0	0	0	0	0	折旧摊销	1495	0	211	252	310
股东权益	117771	187242	283494	398889	533782	公允价值变动损失	(656)	(2221)	(2721)	(2721)	(2721)
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>237120</b>	<b>348078</b>	<b>581802</b>	<b>789273</b>	<b>982736</b>	财务费用	(4171)	(10266)	(4090)	(8345)	(11335)
<b>关键财务与估值指标</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	营运资本变动	8441	7704	87605	56708	36074
每股收益-经调整	8.30	11.87	21.72	23.51	26.96	其它	7690	28654	0	0	0
每股红利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>经营活动现金流</b>	<b>48508</b>	<b>94163</b>	<b>181346</b>	<b>169634</b>	<b>168555</b>
每股净资产	24.72	32.74	51.75	72.82	97.44	资本开支	0	(2156)	(634)	(666)	(699)
ROIC	-11%	5%	24%	44%	80%	其它投资现金流	(28596)	(42303)	(57849)	(79108)	(108179)
ROE	27%	32%	34%	29%	25%	<b>投资活动现金流</b>	<b>(22362)</b>	<b>(55431)</b>	<b>(58483)</b>	<b>(79773)</b>	<b>(108878)</b>
毛利率	76%	63%	62%	60%	60%	权益性融资	0	0	0	0	0
EBIT Margin	34%	35%	27%	25%	25%	负债净变化	(10213)	3656	0	0	0
EBITDA Margin	35%	35%	27%	25%	25%	支付股利	0	0	0	0	0
收入增长	39%	90%	58%	27%	16%	其它融资现金流	16685	1665	4196	1615	(2475)
净利润增长率	306%	90%	60%	20%	17%	<b>融资活动现金流</b>	<b>10</b>	<b>(8961)</b>	<b>4196</b>	<b>1615</b>	<b>(2475)</b>
资产负债率	50%	46%	51%	49%	46%	<b>现金净变动</b>	<b>27899</b>	<b>25468</b>	<b>127060</b>	<b>91476</b>	<b>57202</b>
股息率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	货币资金的期初余额	6427	34326	59794	186854	278330
P/E-经调整	22.7	15.9	8.7	8.0	7.0	货币资金的期末余额	34326	59794	186854	278330	335532
P/B	8	6	4	3	2	企业自由现金流	47994	78390	177971	162580	158881
EV/EBITDA	4	3	4	4	4	权益自由现金流	57897	92225	186039	171678	166427

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

## 免责声明

### 分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

### 国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

### 重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

### 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

### 深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层  
邮编：518046 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层  
邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层  
邮编：100032