

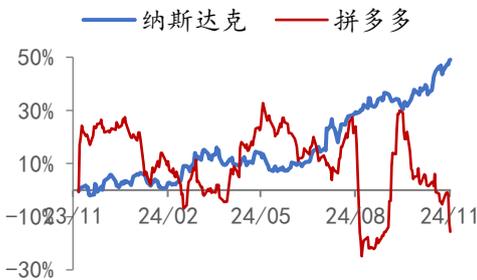
24Q3 业绩点评：业绩低于预期，费用减免政策使得主站利润承压

投资评级：增持（维持）

报告日期：2024-11-25

收盘价（美元）	100.07
近 12 个月最高/最低（美元）	164.7/89.2
总股本（百万股）	1389
流通股本（百万股）	1389
流通股比例（%）	100
总市值（亿美元）	1390
流通市值（亿美元）	1390

公司价格与纳斯达克指数走势比较



分析师：金荣

执业证书号：S0010521080002

邮箱：jinrong@hazq.com

相关报告

- 1.拼多多 24Q2 点评：TEMU 维持高速增长，短期内加大投入业绩或将承压 2024-09-01
- 2.拼多多 24Q1 点评：利润大超预期，净利润增长超 2 倍 2024-05-24

主要观点：

● 24Q3 业绩：收入利润皆低于预期

1) 整体业绩：24Q3，拼多多收入为 994 亿元(yoy+44%)，低于彭博一致性预期 3.4%；公司销售费用率、管理费用率和研发费用率分别录得 30.7%/1.8%/3.1%，同比-0.9pct/+0.7pct/-1.1pct，环比+3.8pct /-0.1pct /+0.1pct；本季度，拼多多 Non-GAAP 归母净利润达到 275 亿元(yoy+61%)，低于彭博一致性预期 6.0%。

2) 分部业务方面：在线营销服务收入为 494 亿元(yoy+24.3%)，基本符合彭博一致预期，占收入比重为 49.7%；交易服务收入为 500 亿元(yoy+71.5%)，低于彭博一致预期 5.7%，占收入比重为 50.3%。

● 国内主站减免政策压制利润增长，短期内不确定性上升

为了应对目前的行业竞争加剧、经济不确定性等环境，公司主站推出一系列对商家扶持补贴的举措，包括 9 月起返还商品退款订单的 0.6%基础技术服务费，下调先用后付订单基础服务费，推出“百亿费用减免计划”，对偏远地区中转订单提供免费二次中转，中转仓二次发货至偏远地区的物流中转费由拼多多承担等诸多政策调整。我们预计这些政策将会在短期内影响公司的盈利能力，利润端的不确定性上升。

● 海外业务：Temu 半托管模式持续推进，建议关注海外地缘政治和竞争加剧带来的影响

目前 Temu 半托管模式在海外正加速扩张，今年 3 月和 7 月先后在美国和欧洲全面推出，我们认为随着半托管模式的全球化推广，海外业务将迎来利润改善阶段，但同时也要关注海外电商市场竞争加剧所带来的影响。在今年 11 月中旬，亚马逊的低价电商在移动端正式推出，商品价格在 20 美元以内，还提供了多种优惠方案，包括 25 美元内免运费、50 美元节省 5%、75 美元节省 10%等，同时亚马逊在物流端还具备得天独厚的优势。此外，特朗普上台后对华的商品关税政策还面临不确定性，建议持续关注海外地缘政治和竞争加剧对公司海外业务带来的影响。

● 投资建议

鉴于拼多多费用减免政策带来的影响，我们对收入和利润两侧进行下调，我们预计 2024/2025/2026 年公司收入 3873/4714/5451 亿元（前值 4124/5227/6031 亿元），实现同比+56.4%/+21.7%/+15.6%；预计实现经调整净利润 1198/1379/1735 亿元（前值 1273/1551/1786 亿元），实现同比+76.4%/+15.1%/+25.8%，维持“增持”评级。

● 风险提示

宏观经济风险；海外业务拓展不及预期；竞争加剧；Temu 受到海外本土保护或监管风险。

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	247,639	387,266	471,360	545,076
收入同比 (%)	89.7%	56.4%	21.7%	15.6%
经调整净利润	67,899	119,772	137,872	173,487
经调整净利润同比 (%)	71.8%	76.4%	15.1%	25.8%
毛利率 (%)	63.0%	61.6%	59.6%	62.1%
ROE (%)	32.1%	35.6%	28.1%	26.0%
P/E	17	9	8	6

资料来源: wind, 华安证券研究所

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E	会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	59,794	189,576	348,218	403,864	营业收入	247,639	387,266	471,360	545,076
金融资产及短期投	157,415	188,370	222,321	258,058	增长率	89.68%	56.38%	21.71%	15.64%
应收款项合计	11,342	15,237	15,036	17,859	营业成本	91,724	148,758	190,446	206,452
存货	0	0	0	1	%销售收入	37.04%	38.41%	40.40%	37.88%
其他流动资产	4,213	5,867	7,527	9,449	毛利	155,915	238,507	280,914	338,624
流动资产	294,750	461,035	655,087	751,215	营销费用	82,189	112,196	134,338	149,896
%总资产	84.68%	89.48%	92.36%	93.34%	%销售收入	33.19%	28.97%	28.50%	27.50%
固定资产净值	980	2,409	2,798	3,729	行政管理费用	4,076	7,444	8,484	9,811
商誉及无形资产	21	-247	-678	-2,191	%销售收入	1.65%	1.92%	1.80%	1.80%
租赁土地	4104.88	4104.88	4104.88	4104.889	研发费用	10,952	12,107	14,141	16,352
其他非流动资产	47,951	47,951	47,951	47,951	%销售收入	4.42%	3.13%	3.00%	3.00%
非流动资产	53,328	54,218	54,176	53,594	利息费用	-44	0	0	0
%总资产	15.32%	10.52%	7.64%	6.66%	%销售收入	-0.02%	0.00%	0.00%	0.00%
资产总计	348,078	515,253	709,263	804,809	权益性投资损益	10,238	20,522	23,568	27,254
短期借款	648.57	0	0	0	%除税前利润	14.24%	15.83%	15.72%	14.18%
应付款项合计	76,236	89,051	122,555	24,910	除税前利润	71,881	129,603	149,919	192,218
金融负债	648.57	0	0	0	%销售收入	29.03%	33.47%	31.81%	35.26%
应交税金	0	0	0	1	所得税	11,850	19,752	23,351	29,939
其他流动负债	55,351	70,729	88,864	99,378	%除税前利润	16.49%	15.24%	15.58%	15.58%
流动负债	152,901	199,127	251,464	173,722	净利润	60,026	109,717	126,472	162,187
长期借款	5,232	5,232	5,232	5,232	%销售收入	24.24%	28.33%	26.83%	29.75%
其他长期负债	60	0	0	0	归母净利润	60,026	109,717	126,472	162,187
非流动负债	7,936	7,876	7,876	7,876	%销售收入	24.24%	28.33%	26.83%	29.75%
总负债	160,837	207,003	259,340	181,598					
普通股股东权益	187,242	308,250	449,923	623,211					
股东权益	187,242	308,250	449,923	623,211					
负债股东权益合	348,078	515,253	709,263	804,809					

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	60,026	109,717	126,472	162,187
折旧摊销	786	1,242	978	0
营运资金变动	141,850	261,908	403,623	577,492
其他非现金调整	-108,500	-210,161	-338,938	-646,571
经营活动现金净流	94,162	162,707	192,135	93,108
资本开支	21	-247	-678	-2,191
投资	584	1,355	1,650	1,908
其他	-56,036	-33,418	-36,573	-37,361
投资活动现金净流	-55,431	-32,310	-35,601	-37,644
筹资活动现金净流	-8,961	0	0	0
现金净流量	29,479	130,397	156,534	55,464
汇率变动对现金的	-291	0	0	0
期初现金	92,300	121,780	252,176	408,710
期末现金	121,780	252,176	408,710	464,174

主要财务比率				
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
回报率				
净资产收益率	32.06%	35.59%	28.11%	26.02%
总资产收益率	17.25%	21.29%	17.83%	20.15%
增长率				
营业总收入增长率	89.68%	56.38%	21.71%	15.64%
EBIT 增长率	93.07%	81.88%	16.10%	31.15%
归母净利润增长率	90.33%	82.78%	15.27%	28.24%
总资产增长率	46.79%	48.03%	37.65%	13.47%
资产管理能力				
应收款项周转率	27.14	29.14	31.14	33.14
应付款项周转率	1.30	1.80	1.80	2.80
偿债能力				
资产负债率	46.21%	40.17%	36.56%	22.56%
流动比率	1.93	2.32	2.61	4.32
速动比率	1.90	2.29	2.58	4.27

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

分析师与研究助理简介

分析师: 金荣, 香港中文大学经济学硕士, 天津大学数学与应用数学学士, 曾就职于申万宏源证券研究所及头部互联网公司, 金融及产业复合背景, 善于结合产业及投资视角进行卖方研究。2015 年水晶球第三名及 2017 年新财富第四名核心成员。执业证书编号: S0010521080002

重要声明

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, 以勤勉的执业态度、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, 本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息, 本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿, 分析结论不受任何第三方的授意或影响, 特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准, 已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国(不包括香港、澳门、台湾)提供。本报告中的信息均来源于合规渠道, 华安证券研究所力求准确、可靠, 但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下, 本报告中的信息或表达的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下, 本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利, 不与投资者分享投资收益, 也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。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。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中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投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送, 未经华安证券研究所书面授权, 本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品, 或再次分发给任何其他人, 或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容, 务必联络华安证券研究所并获得许可, 并需注明出处为华安证券研究所, 且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权, 私自转载或者转发本报告, 所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内, 证券(或行业指数)相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准, A 股以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指(针对协议转让标的)或三板做市指数(针对做市转让标的)为基准; 香港市场以恒生指数为基准; 美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下:

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上;
- 中性—未来 6 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 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上;

公司评级体系

- 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;
- 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。