

加大平台生态&海外合规投入, 立足长远发展

投资要点

- **事件:** 拼多多公告2024Q3财报, 24Q3单季实现营收993.5亿元(YoY+44%); 归属于普通股股东的Non-GAAP净利润为274.6亿元(YoY+61%), 营收利润均低于市场预期, 主要受国内主站平台生态投入增加、海外合规额外投入、海外半托管占比提升等的影响。截至24年9月底, 拼多多现金、现金等价物和短期投资为3085亿元(VS截至24年6月底为2849亿元, 截至23年9月底为2028亿元), 公司账上现金充沛且持续提升。
- **在线营销服务收入如期增长, 交易服务收入低于预期。** 分业务板块看: ①在线营销服务实现营收493.5亿元(YoY+24%), 贡献近50%的收入。②交易服务实现营收500亿元(YoY+72%), 收入降速主要受: 拼多多主动下调国内主站先用后付&退款订单佣金率、Temu半托管占比提升, 收入模式发生变化等影响。
- **24Q3拼多多相继推出百亿减免+新质商家百亿扶持计划, 持续完善平台及商家生态, 助力平台长远发展。**
- **百亿减免:** 24年8月起, 拼多多陆续推出7项商家扶持让利计划, 包括部分场景自动返还广告费、店铺保证金由1000元下调至500元、先用后付订单的基础技术服务费由1%下调至0.6%、平台自己承担偏远地区中转费、售后申诉从有限次升级为不限次数、退款订单基础技术服务费自动退回, 降低商家经营成本。
- **新质商家百亿扶持计划:** 24年9月, 拼多多宣布启动新质商家百亿扶持计划, 将在未来一年投入100亿资源包, 成立专项团队深入100个农产区、产业带, 优选具备产品、技术创新能力的新质商家, 为其提供产品、营销、运营、供应链的全链路支持, 仅24年双11, 平台就推出了百亿消费券和超级加倍补等活动, 对新质商家进行补贴, 并通过新质商家的带动效应, 推动农产区、产业带实现产业升级。
- **盈利预测与投资建议:** 预计公司24-26年营收增速分别为61.7%/27.6%/20.9%, Non-GAAP归母净利润分别为1165/1482/1884亿元, 对应PE分别为9.0/7.1/5.6X, 看好公司在国内和海外市场长期获取市场份额的能力, 维持“买入”评级, 持续推荐。
- **风险提示:** 海外电商业务拓展不及预期风险; 零售行业竞争加剧风险; 互联网政策监管风险; 业务国关税风险等。

指标/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
销售收入(百万元人民币)	247639.21	400379.42	511014.35	617653.99
增长率	89.68%	61.68%	27.63%	20.87%
归属母公司净利润(百万元人民币)	60026.54	104290.82	145033.63	181547.21
增长率	90.33%	73.74%	39.07%	25.18%
每股收益EPS(元)	43.22	75.10	104.43	130.73
销售毛利率	62.96%	63.80%	66.50%	67.50%
销售净利率	24.24%	26.05%	28.38%	29.39%
Non-GAAP归母净利润(百万元人民币)	67899	116510	148194	188384
市盈率(Non-GAAP)	15.4	9.0	7.1	5.6

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 王湘杰
执业证号: S1250521120002
电话: 0755-26671517
邮箱: wxj@swsc.com.cn

分析师: 张闻宇
执业证号: S1250520080002
电话: 021-58351917
邮箱: zwy@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: Wind

基础数据

52周区间(美元)	88.01-164.69
3个月平均成交量(百万)	265.91
流通股数(亿)	55.55
市值(亿美元)	1446

相关研究

1. 拼多多(PDD.O): Temu海外高歌猛进, 业绩大超预期 (2023-12-01)

关键假设：

假设 1：在线销售服务：收入主要包括广告费（展示营销服务费）和服务费（在线营销服务费）两部分。2024 年 8 月起，公司陆续推出百亿减免、新质商家百亿扶持计划，旨在扶持平台上的新质商家，使其更快实现品牌化和规模化，目前正处于白牌品牌化阶段，预计公司 2024-2026 年在线销售服务营收保持 12% 以上的增长。

假设 2：交易服务：收入主要来自平台交易产生的佣金以及 Temu 业务的毛利等，根据 36 氪未来消费官微的信息，2024 年上半年 Temu 的销售额猛增至约 200 亿美金，而 2023 全年销售额仅为 180 亿美金，料将持续拉动增长。

基于以上假设，我们预测公司 2024-2026 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

单位：百万元人民币		2023A	2024E	2025E	2026E
在线销售服务	收入	153,540.55	198,067.31	227,777.41	255,110.70
	增速	49.47%	29.00%	15.00%	12.00%
交易服务	收入	94,098.65	202,312.10	283,236.94	362,543.29
	增速	240.61%	115.00%	40.00%	28.00%
合计	收入	247,639.21	400,379.42	511,014.35	617,653.99
	增速	89.68%	61.68%	27.63%	20.87%
	毛利率	62.96%	63.80%	66.50%	67.50%

数据来源：公司公告，西南证券

分析师承诺

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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 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。其中：A 股市场以沪深 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综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

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。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，本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。

本报告

须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

请务必阅读正文后的重要声明部分

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售副总监	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	李煜	高级销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	田婧雯	高级销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymf@swsc.com.cn
上海	魏晓阳	销售经理	15026480118	15026480118	wxyang@swsc.com.cn
	欧若诗	销售经理	18223769969	18223769969	ors@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售经理	15800507223	15800507223	ljlong@swsc.com.cn
	龚怡芸	销售经理	13524211935	13524211935	gongyy@swsc.com.cn
	孙启迪	销售经理	19946297109	19946297109	sqdi@swsc.com.cn
	蒋宇洁	销售经理	15905851569	15905851569	jjj@swsc.com.c
	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
北京	杨薇	资深销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	姚航	高级销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	张鑫	高级销售经理	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
	王一菲	高级销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn

	王宇飞	高级销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	马冰竹	销售经理	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn
	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	广深销售联席负责人	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	龚之涵	高级销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
广深	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn
	杨举	销售经理	13668255142	13668255142	yangju@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
	林哲睿	销售经理	15602268757	15602268757	lzs@swsc.com.cn
