

拼多多 (PDD)

2024Q3 业绩点评: 收入利润均低于预期, 投入增加导致盈利能力有所下滑

买入 (维持)

2024 年 11 月 27 日

证券分析师 张良卫

执业证书: S0600516070001
021-60199793

zhanglw@dwzq.com.cn

证券分析师 张家琦

执业证书: S0600521070001
zhangjiaqi@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入 (百万元)	130,558	247,639	400,896	510,307	611,012
同比 (%)	39.0%	89.7%	61.9%	25.9%	19.7%
Non-GAAP 净利润	39,529.7	67,899.2	12,119.3	14,862.7	18,171.0
同比 (%)	185.8%	71.8%	78.5%	19.4%	22.3%
EPS-Non GAAP (元/股)	7.5	12.3	21.8	26.8	32.7
PE (Non-GAAP)	24.2	14.7	8.3	6.8	5.5

关键词: #业绩不及预期

投资要点

- **营收利润不及市场预期, 货币化能力继续提升。**2024Q3, 拼多多实现营业收入 993.5 亿元, yoy+44%, qoq+2%, 低于彭博一致预期 1028.34 亿元; Non-GAAP 归母净利润为人民币 274.59 亿元, yoy+61%, qoq-20%, 低于彭博一致预期 292.07 亿元。
- **营收维持高速增长, 加码平台生态投资。**公司广告收入 493.51 亿元, yoy+24%, qoq+0%, 符合市场预期 490.14 亿元; 佣金收入 500 亿元, yoy+72%, qoq+4%, 低于市场预期 530.1 亿元。第三季度平台继续加大对平台生态的投资, 推出了百亿减免计划, 并就问题服务费的退款保证金下调、免除物流中转费、升级商家售后服务等出台一揽子的新举措, 着力降低商户交易成本、提升经营效率, 并能使得商家以更低的成本覆盖更多的消费人群。
- **平台治理体系不断优化, 着力降低商品安全风险。**公司大力投入专业合规团队的建设, 实时跟进市场法规的更新和行业趋势变化。同时公司也为商家准备了丰富详实的合规的学习材料, 以此提升商家的合规能力。目前, 公司已进一步优化了商家入驻和产品售卖的规范和流程, 结合技术和人工筛查的手段, 对产品做主动的巡查管理。
- **毛利率同比下滑, 长期来看利润率有望提升。**2024Q3 毛利率达到 60.03% (yoy-1 pct, qoq-5.25pct)。24Q3 费用端控制良好, 24Q3 费用端控制良好, 销售/管理/研发费用率分别为 30.68/1.82/3.08%, 销售费用率 24Q3 较 23Q3 的 31.59%, 同比下降约 0.91 个百分点。24Q3 管理费用率较 23Q3 的 1.10%, 同比上升约 0.72 个百分点, 主要由于员工相关的支出增加。24Q3 研发费用率较 23Q3 的 4.14%, 同比下降约 1.06 个百分点。
- **盈利预测与投资评级:** 由于 2024Q3 季度拼多多利润释放不及预期, 且未来还将会牺牲利润以获取更大的市场份额, 因此我们将 2024-2026 年的 Non-GAAP 净利润从 1223.6/1549.6/2059.2 亿元调整至 1211.9/1486.3/1817.1 亿元, 对应 PE 分别为 8.3/6.8/5.5 倍 (美元/人民币=7.25, 2024/11/22 当日汇率, 每 ADR=4 股股票)。我们维持公司“买入”评级。
- **风险提示:** 营收和利润增长不及预期, 公司处于高质量发展转型期, 短期利润有下降风险。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	89.17
一年最低/最高价	60.02/153.63
市净率(倍)	3.54
流通 A 股市值(百万元)	123837
总市值(百万元)	123837

基础数据

每股净资产(元,LF)	25.66
资产负债率(% ,LF)	41.3
总股本(百万股)	5555.1
流通 A 股(百万股)	5555.1

相关研究

- 《拼多多(PDD): 2024Q2 业绩点评: 收入低于预期, 未来投入加大短期业绩承压》
2024-09-01
- 《拼多多(PDD): 2024Q1 业绩点评: 营收利润大超预期, 期待盈利能力持续提升》
2024-05-25

内容目录

1. 营收利润增长不及预期，货币化能力继续提升	4
1.1. 营收维持高速增长，加码平台生态投资	4
1.2. 平台治理体系不断优化，着力降低商品安全风险	5
2. 毛利率同比下降，长期来看利润率趋于平稳	5
3. 盈利预测与投资评级	6
4. 风险提示	7

图表目录

图 1: 公司营收及增速 (百万元)	4
图 2: 公司 Non-GAAP 归母净利润及增速 (百万元)	4
图 3: 公司营收结构 (百万元)	4
图 4: 公司 Non-GAAP 归母净利润和净利率情况 (百万元)	5
图 5: 毛利率情况.....	5
图 6: 公司费用率情况.....	6

1. 营收利润增长不及预期，货币化能力继续提升

2024Q3, 拼多多实现营收 993.5 亿元, yoy+44%, qoq+2%, 低于彭博一致预期 1028.34 亿元; Non-GAAP 归母净利润为人民币 274.59 亿元, yoy+61%, qoq-20%, 低于彭博一致预期 292.07 亿元。

图1: 公司营收及增速 (百万元)

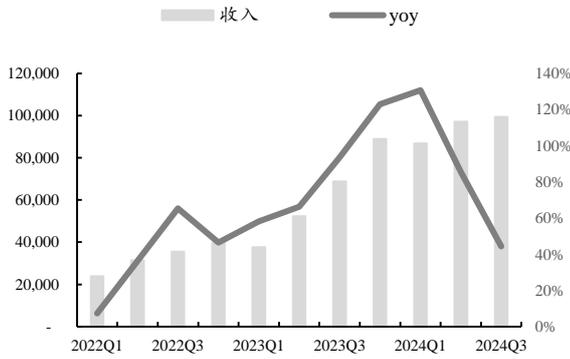
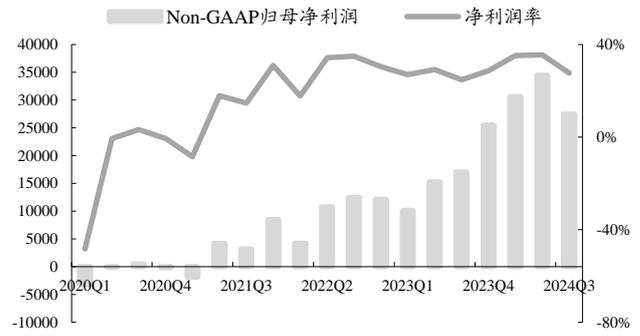


图2: 公司 Non-GAAP 归母净利润及增速 (百万元)



数据来源: 公司财报, 东吴证券研究所

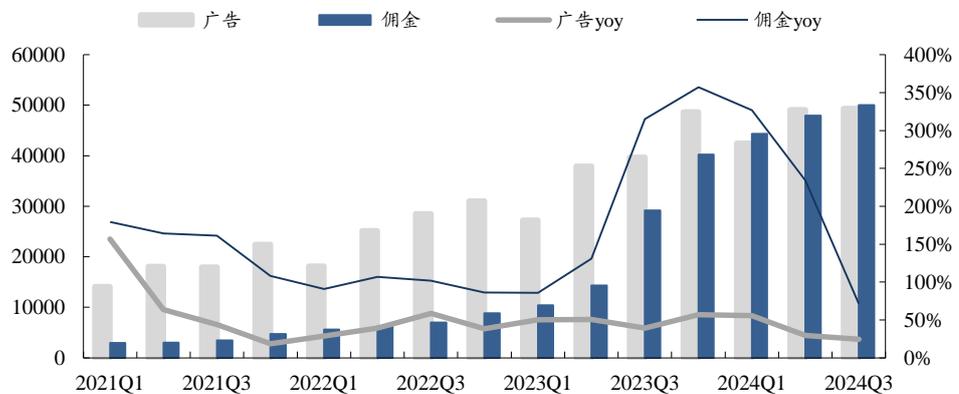
数据来源: 公司财报, 东吴证券研究所

1.1. 营收维持高速增长，加码平台生态投资

24Q3 营收高速增长，主因公司致力于提升平台供需两侧的服务体验和用户价值，形成良好的协同效应。分业务看，广告收入 493.51 亿元, yoy+24%, qoq+0%, 符合市场预期 490.14 亿元; 佣金收入 500 亿元, yoy+72%, qoq+4%, 低于市场预期 530.1 亿元。

第三季度，平台继续加大对平台生态的投资。公司在第三季度大力扶持优质商家，推出了百亿减免计划，并就问题服务费的退款保证金下调、免除物流中转费、升级商家售后服务等出台一揽子的新举措，着力降低商户交易成本、提升经营效率，并能使得商家以更低的成本覆盖更多的消费人群。

图3: 公司营收结构 (百万元)



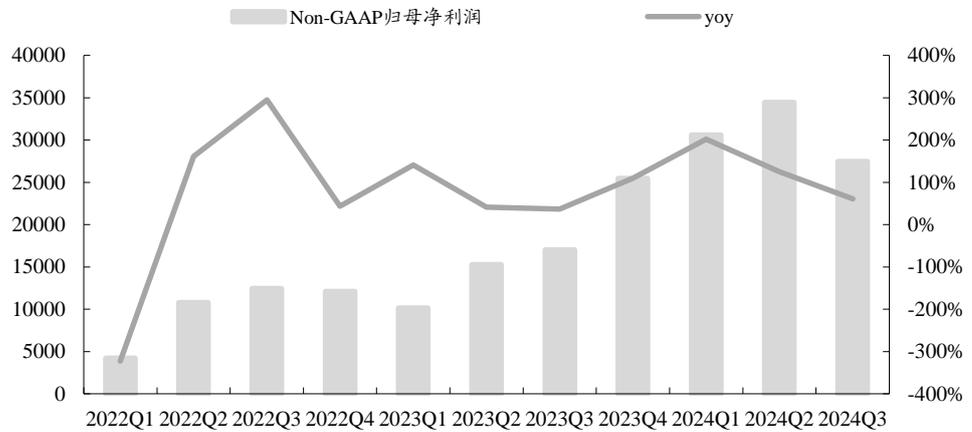
数据来源: 公司财报, 东吴证券研究所

1.2. 平台治理体系不断优化，着力降低商品安全风险

2024Q3 公司 Non-GAAP 归母净利润为 274.59 亿元，yoy+61%，qoq+-20%，低于彭博一致预期为 292.07 亿元。

拼多多持续完善平台的合规和治理体系。公司大力投入专业合规团队的建设，实时跟进市场法规的更新和行业趋势变化，并且将其转化为切实可行的合规的指导意见。同时公司也为商家准备了丰富详实的合规的学习材料，以此提升商家的合规能力。目前，公司已进一步优化了商家入驻和产品售卖的规范和流程，结合技术和人工筛查的手段，对产品做主动的巡查管理，进一步完善潜在商品安全风险的发现侦测以及及时响应能力。

图4：公司 Non-GAAP 归母净利润和净利率情况（百万元）

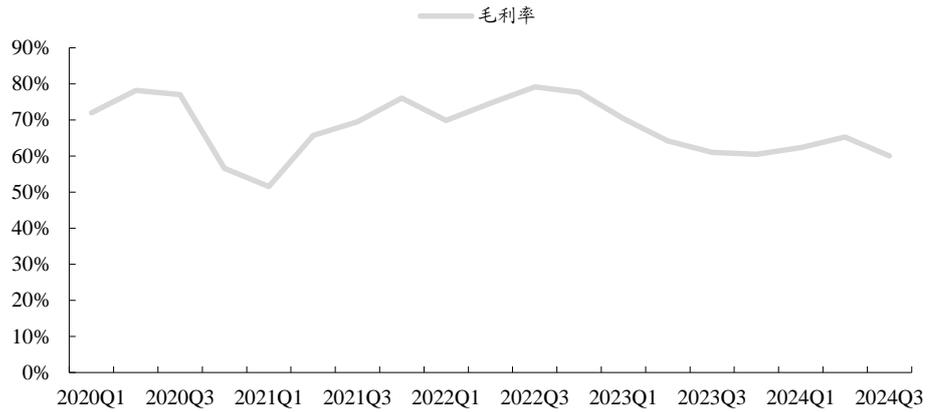


数据来源：公司财报，东吴证券研究所

2. 毛利率同比下降，长期来看利润率趋于平稳

2024Q3 毛利率达到 60.03% (yoy-1 pct, qoq-5.25pct)。

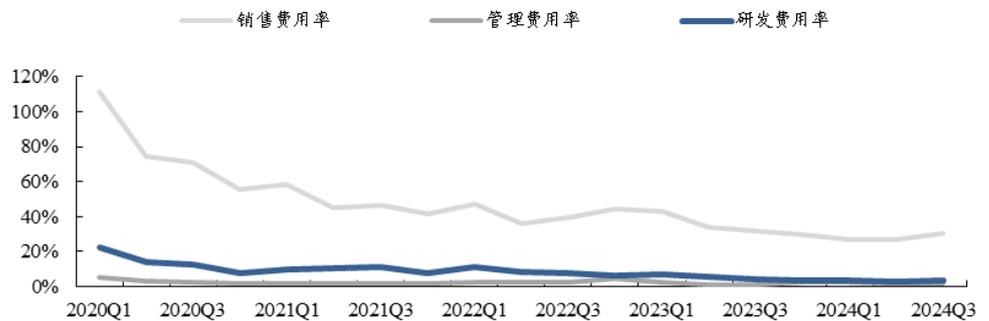
图5：毛利率情况



数据来源：公司财报，东吴证券研究所

24Q3 费用端控制良好，销售/管理/研发费用率分别为 30.68/1.82/3.08%，销售费用率 24Q3 较 23Q3 的 31.59%，同比下降约 0.91 个百分点。24Q3 管理费用率较 23Q3 的 1.10%，同比上升约 0.72 个百分点，主要由于员工相关的支出增加。24Q3 研发费用率较 23Q3 的 4.14%，同比下降约 1.06 个百分点。

图6：公司费用率情况



数据来源：公司财报，东吴证券研究所

3. 盈利预测与投资评级

由于 2024Q3 季度拼多多利润释放不及预期，且未来还将会牺牲利润以获取更大的市场份额，因此我们将 2024-2026 年的 Non-GAAP 净利润从 1223.6/1549.6/2059.2 亿元调整至 1211.9/1486.3/1817.1 亿元，对应 PE 分别为 8.3/6.8/5.5 倍（美元/人民币=7.25，2024/11/22 当日汇率，每 ADR=4 股股票）。我们维持公司“买入”评级。

4. 风险提示

营收和利润增长不及预期。

公司处于高质量发展转型期，短期利润有下降风险。

拼多多三大财务预测表

资产负债表					利润表				
	2023	2024E	2025E	2026E		2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	121,780	276,401	398,054	545,359	营业收入	247,639	400,896	510,307	611,012
短期投资	157,415	254,835	324,384	388,398	营业成本	91,724	152,340	191,977	226,624
应收账款	11,342	20,193	25,357	29,708	销售费用	82,189	114,745	145,930	174,515
预付账款及其他	4,213	9,497	9,918	12,248	研发费用	10,952	13,688	16,901	19,987
流动资产合计	294,750	560,926	757,713	975,714	管理费用	4,076	7,611	8,968	10,348
固定资产	980	1,058	853	303	营业利润	58,699	112,512	146,531	179,538
无形资产	21	790	1,584	2,296	其他收益-非经营	2,953	4,009	3,572	3,055
长期投资	0	0	0	0	净利息汇兑收入	10,230	12,792	28,598	40,182
经营租赁使用权资产	4,105	8,136	13,121	18,805	投资收益	-5	25	93	181
其他非流动资产	47,951	77,627	98,813	118,312	利润总额	71,876	129,337	178,793	222,956
非流动资产合计	53,328	88,061	114,959	140,152	所得税	-11,850	-21,323	-29,477	-36,758
资产合计	348,078	717,100	973,463	1,238,865	归母净利润	60,027	108,014	149,317	186,199
短期借款	0	0	0	0	优先股利润分配和其他调整项	-	-	-	-
应付账款	76,236	250,325	290,531	301,237	归母净利润	60,027	108,014	149,317	186,199
应付负债及其他负债	57,642	93,314	118,781	142,222	EBITDA	59,485	115,724	152,585	189,038
预收账款	19,023	48,073	54,894	61,978	EBIT	58,699	112,512	146,531	179,538
流动负债合计	152,901	391,711	464,207	505,436	NOPLAT	68,376	131,061	170,688	209,137
可转换债券	5,232	8,469	10,781	12,908	经调整净利润	67,899	121,193	148,627	181,710
其他非流动负债	2,644	4,281	5,449	6,524					
非流动负债合计	7,936	12,785	16,265	19,476					
股东权益	187,242	295,256	448,422	634,621	主要财务比率	2023	2024E	2025E	2026E
所有者权益合计	187,242	311,009	492,990	713,953	每股收益-Non-GAAP	12.34	21.8	26.8	32.7
负债和股东权益	348,078	717,100	973,463	1,238,865	每股净资产	34.02	53.2	80.7	114.2
					发行在外股份(百万股)	5503.5	5555.1	5555.1	5555.1
					ROIC	35.1%	51.0%	41.8%	34.3%
					ROE	32.1%	36.6%	33.3%	29.3%
					毛利率	63.0%	62.0%	62.4%	62.9%
					Non-GAAP 净利率	27.4%	30.2%	29.1%	29.7%
					资产负债率	46.2%	56.7%	49.4%	42.4%
					营业收入增长率	89.7%	61.9%	25.9%	19.7%
					经调整净利润增长率	71.8%	78.5%	19.4%	22.3%
					P/E-Non-GAAP	14.69	8.3	6.8	5.5
					P/B	21.3	13.6	9.0	6.3
					EV/EBITDA	67	35	26	21

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,美元汇率为2024年11月22日的7.25,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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,本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下,东吴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。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,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。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的,应当注明出处为东吴证券研究所,并注明本报告发布人和发布日期,提示使用本报告的风险,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的,应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期(A 股市场基准为沪深 300 指数,香港市场基准为恒生指数,美国市场基准为标普 500 指数,新三板基准指数为三板成指(针对协议转让标的)或三板做市指数(针对做市转让标的),北交所基准指数为北证 50 指数),具体如下:

公司投资评级:

- 买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上;
- 增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间;
- 中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间;
- 减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间;
- 卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级:

- 增持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对强于基准 5%以上;
- 中性: 预期未来 6 个月内,行业指数相对基准-5%与 5%;
- 减持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您,不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系,表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况,如具体投资目的、财务状况以及特定需求等,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。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码: 215021
传真: (0512) 62938527
公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>