

拼多多 (PDD.O) 2024Q4 财报点评

强烈推荐 (上调)

管理层表述正向，看好利润长期可持续增长

拼多多发布 2024Q4 业绩，Q4 公司营业收入 1106 亿元，YOY+24.4%，Non-GAAP 归母净利润 298.5 亿元，YOY+17.2%。展望未来，我们认为国补额外投入及商户友好政策投入使得利润受影响最大的阶段或已经过去，未来 Temu 全球市场增长潜力广阔、盈利改善空间大，叠加管理层业绩会上关于构建高质量平台生态和可持续增长目标的积极表述，看好公司利润长期可持续增长，上调投资评级至“强烈推荐”。

□广告收入增长保持稳健，商户扶持政策及半托管占比提升影响佣金。24Q4 公司实现总收入 1106 亿元，YOY+24.4%；广告收入 570 亿元，YOY+17.1%（一致预期+17.7%）；佣金收入 536 亿元，YOY+33.3%（一致预期+47.5%），广告收入增速相对保持稳健，佣金收入增长放缓，主要由于 1）主站方面，平台推出一系列商户扶持举措，包括百亿减免计划、新质商家扶持计划等有效改善商家经营环境、建立健康的平台生态，对佣金带来一定影响；2）海外业务方面，低毛利率的半托管模式占比提升导致佣金贡献有所减弱。公司表示 2025 年将继续贯彻高质量发展战略并发挥平台核心优势，构建商家、消费者、产业及社会等多方共赢生态，看好主站性价比优势下的长期稳健增长。

□利润表现符合预期，管理层表述正向，看好利润长期可持续增长。24Q4 毛利率为 57%，同比下降 3.7pct，主要源于半托管占比的提升；销售费用/管理费用/研发费用分别为 314/ 21/ 38 亿元，费用率分别为 28.3%/1.9%/3.4%，同比-1.6pct/-0.3pct/+0.2pct，Non-GAAP 归母净利润 298.5 亿元，YOY+17.2%（一致预期+12.3%），利润表现符合预期。长期看利润趋势，公司表示长期将专注于高质量发展战略构建高质量平台生态和可持续增长目标，相较前两季度表述（Q2 “长期利润降低趋势不可避免”、Q3 “平台将付出远高于同行的巨大成本并必然会影响我们当下及后续一段时间的盈利水平”）更为正向，我们认为 Q4 国补背景下平台额外投入及商户友好政策投入带来的利润受影响最大的阶段或已经过去，看好公司利润长期可持续增长。

□Temu 推进半托管模式及继续开拓全球市场，有效拉动公司整体收入利润快速增长，长期成长及盈利空间广阔。Temu 海外市场稳步扩张，已在全球 90+个国家和地区开设站点，欧洲市场占比快速提升。平台半托管模式继续推进应对美国市场关税风险，公司表示面对外部政策变化的潜在风险，公司将坚持合规化经营，积极与各市场相关方沟通，未来有望基于自身技术能力和平台资源进行更多创新和价值创造，预计长期增长及盈利空间广阔。

□投资建议：我们预计 2025-2026 年拼多多 Non-GAAP 归母净利润分别为 1451/1859/ 2201 亿元，同比+19%/+28%/+18%，展望未来，我们认为国补额外投入及商户友好政策投入使得利润受影响最大的阶段或已经过去，未来 Temu 全球市场增长潜力广阔、盈利空间大，叠加管理层业绩会上关于构建高质量平台生态和可持续增长目标的积极表述，看好公司利润长期可持续增长，给予 2025 年 nongaap 归母净利润 12-15 倍 PE，对应目标价 172-215 美元/股，上调投资评级至“强烈推荐”。

□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	2023	2024	2025E	2026E	2027E
主营收入(百万元)	247639	393836	524355	621269	712946
同比增长	90%	59%	33%	18%	15%
NON-GAAP 净利润(百)	67899	122344	145090	185939	220074
同比增长	72%	80%	19%	28%	18%
每股收益(NON-GAAP)	6.70	12.07	14.31	18.34	21.70
P/E (NON-GAAP)	19.6	10.9	9.1	7.1	6.0

资料来源：公司数据、招商证券

消费品/商业
目标价：172-215 美元

当前股价：131 美元

基础数据

总股本(亿股)	56
海外股(亿股)	56
总市值(亿美元)	1818
海外股市值(亿美元)	1818
每股净资产(美元)	7.85
ROE(TTM)	35.89
资产负债率	38.0%
主要股东	黄峥
主要股东持股比例	25.4%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	1.9	30.9	-0.9
相对表现	-2.9	-5.6	-42.7

资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

- 《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
- 《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
- 《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	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	294749	415648	622759	793245	978905
现金及现金等价物	59794	57768	237012	396302	569647
交易性金融资产	0	0	0	0	0
其他短期投资	157415	273792	273792	273792	273792
应收账款及票据	0	0	0	0	0
其它应收款	11342	11248	14976	16473	18121
存货	0	0	0	0	0
其他流动资产	66198	72840	96979	106677	117345
非流动资产	53329	89386	90255	90231	90210
固定资产	981	879	1748	1724	1703
无形资产	21	19	19	19	19
其他	52327	88488	88488	88488	88488
资产总计	348078	505034	713013	883476	1069115
流动负债	152900	188423	257710	282981	310779
短期借款	648	5310	5000	5000	5000
其他	152252	183113	252710	277981	305779
长期负债	7936	3298	8298	8298	8298
长期借款	5232	0	5000	5000	5000
其他	2704	3298	3298	3298	3298
负债合计	160836	191721	266008	291279	319077
储备	117771	187242	313313	447005	592197
少数股东权益	0	0	0	0	0
归属于母公司所有者权益	187242	313313	447005	592197	750037
负债及权益合计	348078	505034	713014	883476	1069115

现金流量表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	94163	121929	153554	137441	151495
净利润	60027	112435	133692	145191	157841
折旧与摊销	786	0	131	174	171
营运资本变动	26456	0	41730	14076	15483
其他非现金调整	6893	9495	(22000)	(22000)	(22000)
投资活动现金流	(55431)	(118356)	21000	21850	21850
资本性支出	(584)	0	(1000)	(150)	(150)
出售固定资产收到的现金	0	0	0	0	0
投资增减	324025	0	0	0	0
其它	130	(118356)	22000	22000	22000
筹资活动现金流	(8961)	1	4690	0	0
债务增减	(8969)	0	4690	0	0
股本增减	0	0	0	0	0
股利支付	0	0	0	0	0
其它筹资	8	1	0	0	0
其它调整	0	0	0	0	0
现金净增加额	29479	4415	179244	159291	173345

利润表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
总营业收入	247639	393836	524355	621269	712946
主营收入	247639	393836	524355	621269	712946
营业成本	91724	153900	212394	233633	256997
毛利	155915	239936	311961	343157	377472
营业支出	97217	131513	176676	194343	213778
营业利润	58698	108423	135285	148813	163695
利息支出	44	0	0	0	0
利息收入	10238	20553	20000	20000	20000
权益性投资损益	(5)	17	0	0	0
其他非经营性损益	2953	3120	2000	2000	2000
非经常项目损益	36	588	0	0	0
除税前利润	71876	132701	157285	170813	185695
所得税	11850	20267	23593	25622	27854
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属普通股股东净利润	60026	112434	133692	145191	157841
调整后归母净利润	67899	122344	145090	185939	220074
EPS (NON-GAAP)	6.70	12.07	14.31	18.34	21.70

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
年成长率					
营业收入	90%	59%	33%	18%	15%
营业利润	93%	85%	25%	10%	10%
净利润	90%	87%	19%	9%	9%
获利能力					
毛利率	63.0%	60.9%	59.5%	59.5%	59.5%
净利率	24.2%	28.5%	25.5%	25.2%	24.9%
ROE	32.1%	35.9%	29.9%	24.5%	21.0%
ROIC	31.1%	35.1%	29.3%	24.1%	20.8%
偿债能力					
资产负债率	46.2%	38.0%	37.3%	33.0%	29.8%
净负债比率	1.7%	1.1%	1.4%	1.1%	0.9%
流动比率	1.9	2.2	2.4	2.8	3.1
速动比率	1.9	2.2	2.4	2.8	3.1
营运能力					
资产周转率	0.7	0.8	0.7	0.7	0.6
应收帐款周转率	27.1	34.9	40.0	36.7	36.7
每股资料 (元)					
每股收益	6.70	12.07	14.31	18.34	21.70
每股经营现金	18.62	24.11	30.36	7.72	8.51
每股净资产	37.02	61.95	88.38	33.25	42.11
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
估值比率					
PE (NON-GAAP)	19.6	10.9	9.1	7.1	6.0

资料来源：公司数据、招商证券；注：由于wind目前按Q4财报中BS简表更新，长期借款项目暂时显示为0，数值归入长期负债-其他项目

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。