

拼多多 (PDD.O)

2024Q4 财报点评：利润表现好于预期，平台生态建设向收获期迈进

核心观点

持续投入平台生态建设，收入表现低于预期。本季度公司营业收入 1106 亿元，同比增长 24%，其中广告营销收入 570 亿元，yoy+17%；支付通道收入 536 亿元，yoy+33%，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，Q4 公司主站 GMV 增速为 14%左右，广告与 GMV 增速 GAP 同比收窄，延续 24 年的货币化率提升趋势。支付通道收入包含主站佣金、多多买菜与 TEMU 收入，本季度收入增速较上季度继续显著收窄，主要是因为公司继续推动高质量发展战略，其中包括百亿费用减免计划（已帮助超 1000 万商家提高运营效率并降低成本）、推广服务费返还计划、双十一超级加倍补（补贴新质供给）等，虽然让利商家和用户造成短期的收入增速放缓，但推动了平台生态的可持续发展。

利润表现好于预期，费用投放保持高效。本季度公司 non-GAAP 净利润 299 亿元，yoy+14%，non-GAAP 净利率 25%，净利率同比下降 2.3pct。本季度公司毛利率 57%，同比下降 4pct，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 34%，同比下降 1.7pct，其中销售费率同比下降 1.6pct 至 28.3%，第三方平台运营模式导致的公司在家电补贴上的跟进对 Q4 费用影响相对可控；管理费率同比下降 0.3pct 至 1.9%；研发费率同比增加 0.2pct 至 3.4%。

积极应对海外不确定性，平台模式即将上线。目前 TEMU 已进入美国、德国、日韩等 60 多个国家地区，24 年以来 TEMU 不断扩大商家自主权，推出半托管模式，且该模式采取本地仓模式，能够一定程度上缓解关税影响，25 年为进一步规避关税风险和扩大供给丰富度，TEMU 将开放第三方平台模式。面对海外政策的不确定性，公司也将会在合规经营的基础上，对业务模式做新尝试和因地制宜的供应链创新。

投资建议：展望 25 年，随着平台生态投入、国补跟进等影响进入消化期，以及国内消费复苏趋势，公司增长有望在下半年迎来改善。我们维持此前对公司 2025 和 2026 年收入利润预测，新增 2027 年预测，预计 2025-2027 年收入 4803/5935/6766 亿元，同比+22%/24%/14%，non-GAAP 净利润 1302/1632/1857 亿元，同比+7%/25%/14%，对应当前 PE 为 10x/8x/7x，维持“优于大市”评级。

风险提示：美国关税等政策风险，新进入者竞争加剧等市场风险，宏观经济系统性风险等。

盈利预测和财务指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	247,639	393,836	480,262	593,524	676,614
(+/-%)	89.7%	59.0%	21.9%	23.6%	14.0%
净利润(百万元)-经调整	67899	122344	130235	163158	185696
(+/-%)	72%	80.2%	6.5%	25.3%	13.8%
每股收益(元)-经调整	14.25	21.39	23.77	29.78	33.90
EBIT Margin	40.6%	43.5%	26.1%	27.1%	28.1%
净资产收益率 (ROE)	32.1%	35.9%	27.5%	25.6%	22.6%
市盈率 (PE)	16.3	10.9	9.8	7.8	6.9
EV/EBITDA	2.8	2.6	5.4	6.5	8.8
市净率 (PB)	5.91	4.24	2.95	2.19	1.70

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

公司研究 · 海外公司财报点评

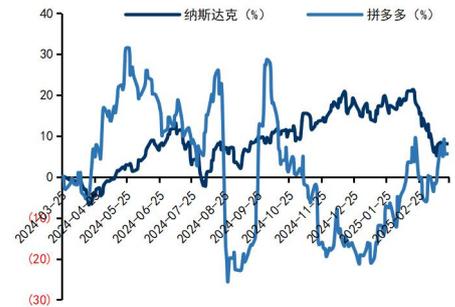
互联网 · 互联网 II

证券分析师：张伦可 证券分析师：张昊晨
0755-81982651
zhanglunke@guosen.com.cn zhanghaochen1@guosen.com.cn
S0980521120004 S0980525010001

基础数据

投资评级 优于大市(维持)
合理估值
收盘价 128.12 美元
总市值/流通市值 177,929/177,929 百万美元
52 周最高价/最低价 164.69 美元/88.01 美元
近 3 个月日均成交额 1046 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) - 短期投入夯实长期竞争力，海内外业务发展进入新阶段》——2025-03-10
- 《拼多多 (PDD.O) - 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》——2024-11-22
- 《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

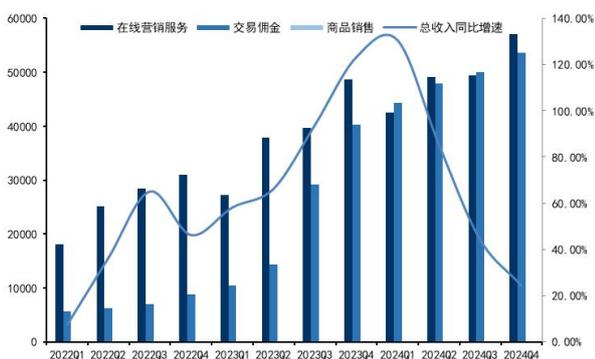
整体表现：利润表现好于预期，平台生态建设向收获期迈进

持续投入平台生态建设，收入表现低于预期。本季度公司营业收入 1106 亿元，同比增长 24%，其中广告营销收入 570 亿元，yoy+17%；支付通道收入 536 亿元，yoy+33%，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，Q4 公司主站 GMV 增速为 14%左右，广告与 GMV 增速 GAP 同比收窄，延续 24 年的货币化率提升趋势。支付通道收入包含主站佣金、多多买菜与 TEMU 收入，本季度收入增速较上季度继续显著收窄，主要是因为公司继续推动高质量发展战略，其中包括百亿费用减免计划（已帮助超 1000 万商家提高运营效率并降低成本）、推广服务费返还计划、双十一超级加倍补（补贴新质供给）等，虽然让利商家和用户造成短期的收入增速放缓，但推动了平台生态的可持续发展。

利润表现好于预期，费用投放保持高效。本季度公司 non-GAAP 净利润 299 亿元，yoy+14%，non-GAAP 净利率 25%，净利率同比下降 2.3pct。本季度公司毛利率 57%，同比下降 4pct，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 34%，同比下降 1.7pct，其中销售费率同比下降 1.6pct 至 28.3%，第三方平台运营模式导致的公司在家电补贴上的跟进对 Q4 费用影响相对可控；管理费用率同比下降 0.3pct 至 1.9%；研发费率同比增加 0.2pct 至 3.4%。

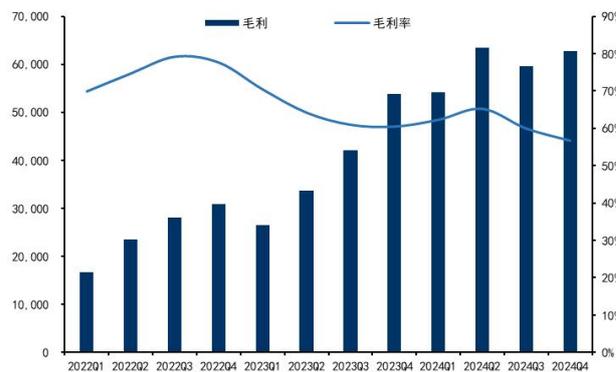
积极应对海外不确定性，平台模式即将上线。目前 TEMU 已进入美国、德国、日韩等 60 多个国家地区，24 年以来 TEMU 不断扩大商家自主权，推出半托管模式，且该模式采取本地仓模式，能够一定程度上缓解关税影响，25 年为进一步规避关税风险和扩大供给丰富度，TEMU 将开放第三方平台模式。面对海外政策的不确定性，公司也将会在合规经营的基础上，对业务模式做新尝试和因地制宜的供应链创新。

图1：拼多多季度分部营业收入及增速（百万元，%）



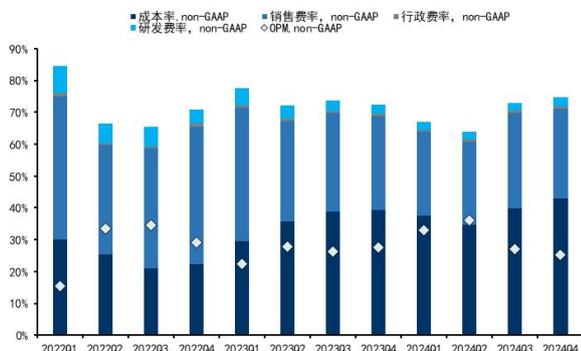
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：拼多多季度毛利及毛利率变化情况（百万元，%）



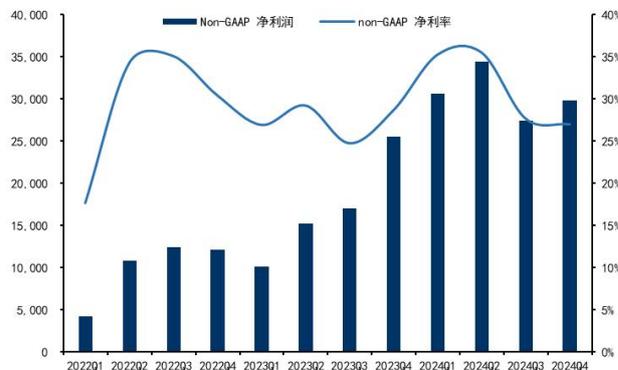
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

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

展望 25 年, 随着平台生态投入、国补跟进等影响进入消化期, 以及国内消费复苏趋势, 公司增长有望在下半年迎来改善。我们维持此前对公司 2025 和 2026 年收入利润预测, 新增 2027 年预测, 预计 2025-2027 年收入 4803/5935/6766 亿元, 同比 +22%/24%/14%, non-GAAP 净利润 1302/1632/1857 亿元, 同比 +7%/25%/14%, 对应当前 PE 为 10x/8x/7x, 维持“优于大市”评级。

风险提示

美国关税等政策风险, 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)	2023	2024	2025E	2026E	2027E	利润表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	59794	57768	125098	60102	61304	营业收入	247639	393836	480262	593524	676614
应收款项	11342	11248	13717	16952	19325	营业成本	91724	153900	192105	231474	257113
存货净额	0	0	1052	1267	1408	营业税金及附加	0	0	0	0	0
其他流动资产	66198	72840	88824	109772	125139	销售费用	44802	54344	138126	170701	194598
流动资产合计	294750	415648	704896	1016354	1647767	管理费用	10533	14350	24652	30474	34746
固定资产	980	879	3822	6756	9675	财务净开支	(10419)	(20625)	(10865)	(10865)	(5726)
无形资产及其他	21	19	65	105	139	投资收益	(5)	17	17	17	17
投资性房地产	52327	88488	88488	88488	88488	资产减值及公允价值变动	656	2221	3120	3120	3120
长期股权投资	0	0	0	0	0	其他收入	(39811)	(61993)	773	799	831
资产总计	348078	505034	797270	1111703	1746069	营业利润	71841	132113	140154	175676	199851
短期借款及交易性金融负债	649	5310	6615	93857	504516	营业外净收支	36	588	0	1	0
应付款项	0	0	0	0	0	利润总额	71876	132701	140154	175677	199851
其他流动负债	152252	183113	354701	432451	486235	所得税费用	11850	20267	21405	26830	30522
流动负债合计	152901	188423	361316	526308	990751	少数股东损益	0	0	0	0	0
长期借款及应付债券	5232	0	0	0	0	归属于母公司净利润	60027	112435	118749	148846	169329
其他长期负债	2704	3298	3893	4487	5081	现金流量表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
长期负债合计	7936	3298	3893	4487	5081	净利润	60027	112435	118749	148846	169329
负债合计	160837	191721	365209	530795	995832	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	181	198	222
股东权益	187242	313313	432062	580908	750237	公允价值变动损失	(656)	(2221)	(3120)	(3120)	(3120)
负债和股东权益总计	348078	505034	797270	1111703	1746069	财务费用	(10419)	(20625)	(10865)	(10865)	(5726)
关键财务与估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E	营运资本变动	7704	(11253)	152678	53945	36498
每股收益-经调整	14.25	21.39	23.77	29.78	33.90	其它	25593	22969	0	0	0
每股红利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流	94163	121929	268488	199870	202929
每股净资产	39.30	54.79	78.87	106.04	136.95	资本开支	0	(2121)	(50)	(52)	(55)
ROIC	-9%	4%	11%	10%	10%	其它投资现金流	(42303)	(116376)	(202413)	(352056)	(612330)
ROE	32%	36%	27%	26%	23%	投资活动现金流	(55431)	(118356)	(202463)	(352109)	(612385)
毛利率	63%	61%	60%	61%	62%	权益性融资	0	0	0	0	0
EBIT Margin	41%	43%	26%	27%	28%	负债净变化	3656	(5232)	0	0	0
EBITDA Margin	41%	43%	26%	27%	28%	支付股利	0	0	0	0	0
收入增长	90%	59%	22%	24%	14%	其它融资现金流	1665	(7473)	1305	87243	410658
净利润增长率	90%	87%	6%	25%	14%	融资活动现金流	(8961)	1	1305	87243	410658
资产负债率	46%	38%	46%	48%	57%	现金净变动	25468	(2026)	67330	(64996)	1202
股息率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	货币资金的期初余额	34326	59794	57768	125098	60102
P/E-经调整	16.3	10.9	9.8	7.8	6.9	货币资金的期末余额	59794	57768	125098	60102	61304
P/B	6	4	3	2	2	企业自由现金流	93197	131715	259043	190407	197797
EV/EBITDA	3	3	5	7	9	权益自由现金流	107032	136425	269055	286357	612809

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