

2024Q4 业绩点评：收入低于预期，投入增加导致盈利能力有所下滑

买入（维持）

盈利预测与估值	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	247,639	393,836	479,636	570,625	649,614
同比（%）	89.7%	59.0%	21.8%	19.0%	13.8%
Non-GAAP 净利润	67,899.3	122,343.5	135,627.0	164,710.0	188,523.0
同比（%）	71.8%	80.2%	10.9%	21.4%	14.5%
EPS-Non GAAP (元/股)	12.3	22.0	24.4	29.8	33.9
PE (Non-GAAP)	14.7	8.2	7.4	6.1	5.3

关键词: #业绩不及预期

投资要点

- 营收增速放缓，持续推进平台生态建设。**2024Q4，拼多多实现营收1106.10亿元， $YoY+24\%$ ， $QoQ+11\%$ ，低于彭博一致预期1160.32亿元；Non-GAAP归母净利润为人民币298.51亿元， $YoY+17\%$ ， $QoQ+9\%$ ，高于彭博一致预期285.97亿元。
- 营收增速放缓，聚焦高质量平台生态建设。**公司广告收入570.11亿元， $YoY+17\%$ ， $QoQ+16\%$ ，低于市场预期572.94亿元；佣金收入535.99亿元， $YoY+33\%$ ， $QoQ+7\%$ ，低于市场预期593.05亿元。拼多多在2024年第四季度财报中强调了其高质量发展战略与平台生态建设的持续推进。公司聚焦于高质量发展，将“减免、扶持、治理”等措施贯穿于平台运营、商家经营、产业转型和物流升级等各个环节，推动平台及产业生态的可持续发展。同时，拼多多将继续践行这一战略，利用平台的数字化优势，扩大“新质供给”的规模，持续普惠广大消费者，构建用户、商家及平台的共赢生态。
- 合规投入持续加码，平台治理迈向高质量发展。**拼多多加大合规与治理投入，成立“商家权益保护委员会”，推出“异常订单预警”等措施，优化商家经营体验。同时，拼多多坚持“扶持与治理并举”，扶持优质商家，治理违规行为，推动平台生态高质量发展。此外，平台还积极应对全球化业务中的合规挑战，严格遵守法律法规，并通过技术升级提升治理能力。拼多多将合规纳入高质量发展战略，以适应监管要求，推动平台及商家的可持续发展。
- 毛利率同比下降，长期来看利润率趋于平稳。**2024Q4毛利率达到56.79%（ $YoY-3.75pct$, $QoQ-3.24pct$ ）。2024Q4费用端控制良好，销售/管理/研发费用率分别为28.35/1.89/3.41%，销售费用率24Q4较23Q4的29.97%，同比下降约1.62个百分点。24Q4管理费用率较23Q4的2.14%，同比下降约0.26个百分点。24Q4研发费用率较23Q4的3.22%，同比上升约0.19个百分点。
- 盈利预测与投资评级：**由于2024年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2025-2026年的Non-GAAP净利润从1486.3/1817.1亿元调整至1356.3/1647.1亿元，我们预测2027年的Non-GAAP净利润为1885.2亿元，2025-2027年对应PE分别为7.4/6.1/5.3倍（美元/人民币=7.26，2025/3/26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。

2025年03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

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): 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》

2024-11-27

《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

内容目录

1. 营收增速放缓，持续推进平台生态建设	4
1.1. 营收增速放缓，聚焦高质量平台生态建设.....	4
1.2. 合规投入持续加码，平台治理迈向高质量发展.....	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	7
4. 风险提示	7

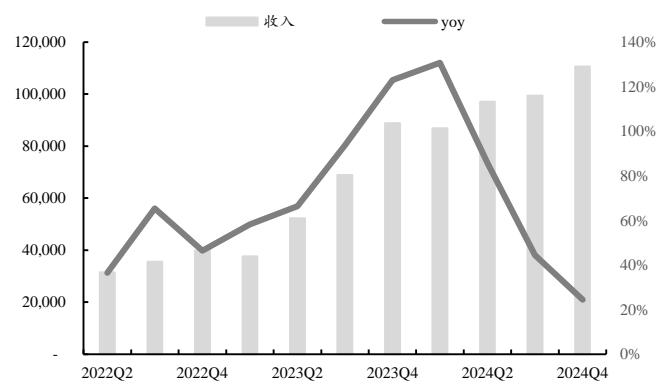
图表目录

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. 营收增速放缓，持续推进平台生态建设

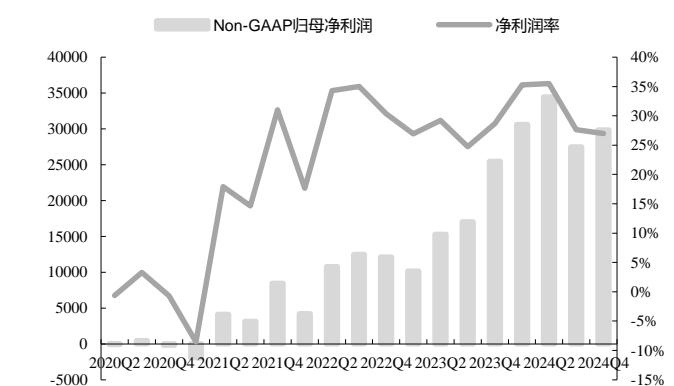
2024Q4，拼多多实现营收 1106.10 亿元， $YoY+24\%$ ， $QoQ+11\%$ ，低于彭博一致预期 1160.32 亿元；Non-GAAP 归母净利润为人民币 298.51 亿元， $YoY+17\%$ ， $QoQ+9\%$ ，高于彭博一致预期 285.97 亿元。

图1：公司营收及增速（百万元）



数据来源：公司财报，东吴证券研究所

图2：公司 Non-GAAP 归母净利润及增速（百万元）



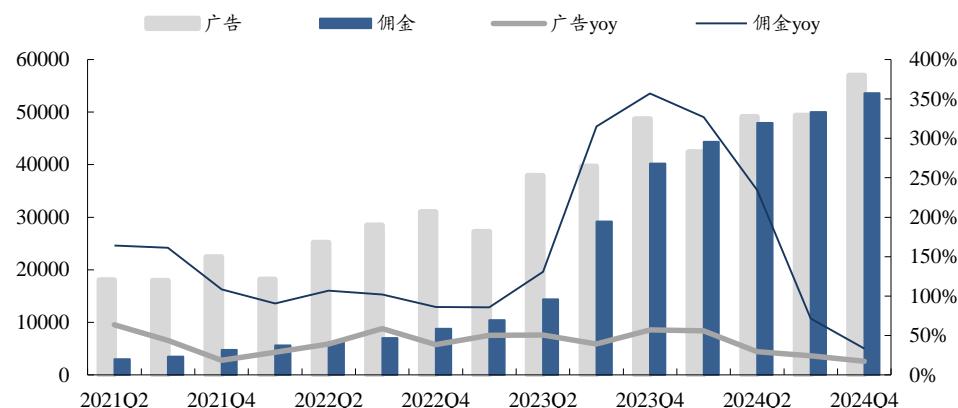
数据来源：公司财报，东吴证券研究所

1.1. 营收增速放缓，聚焦高质量平台生态建设

24Q4 营收增速放缓，主因全站推广模式推进和平台生态建设投入。分业务看，广告收入 570.11 亿元， $YoY+17\%$ ， $QoQ+16\%$ ，低于市场预期 572.94 亿元；佣金收入 535.99 亿元， $YoY+33\%$ ， $QoQ+7\%$ ，低于市场预期 593.05 亿元。

拼多多在 2024 年第四季度财报中强调了其高质量发展战略与平台生态建设的持续推进。公司聚焦于高质量发展，将“减免、扶持、治理”等措施贯穿于平台运营、商家经营、产业转型和物流升级等各个环节，推动平台及产业生态的可持续发展。同时，拼多多将继续践行这一战略，利用平台的数字化优势，扩大“新质供给”的规模，持续普惠广大消费者，构建用户、商家及平台的共赢生态。

图3：公司营收结构（百万元）



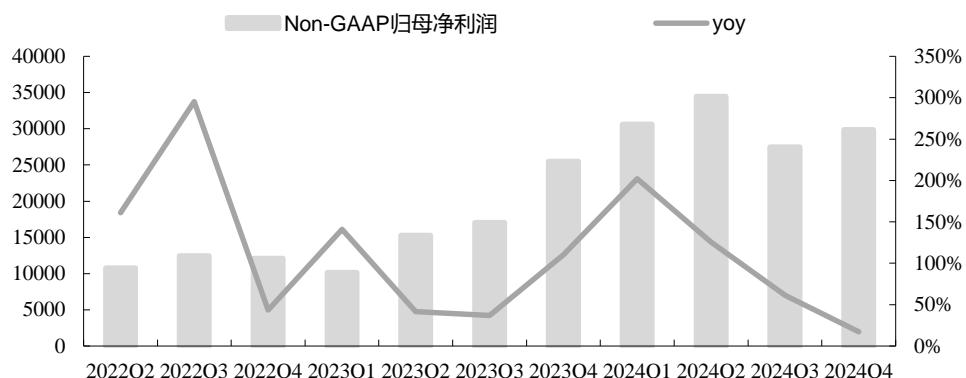
数据来源：公司财报，东吴证券研究所

1.2. 合规投入持续加码，平台治理迈向高质量发展

2024Q4 公司 Non-GAAP 归母净利润为 298.51 亿元, yoy+17%, qoq+9%, 高于彭博一致预期 285.97 亿元。

拼多多加大合规与治理投入，成立“商家权益保护委员会”，推出“异常订单预警”等措施，优化商家经营体验。同时，拼多多坚持“扶持与治理并举”，扶持优质商家，治理违规行为，推动平台生态高质量发展。此外，平台还积极应对全球化业务中的合规挑战，严格遵守法律法规，并通过技术升级提升治理能力。拼多多将合规纳入高质量发展战略，以适应监管要求，推动平台及商家的可持续发展。

图4：公司 Non-GAAP 归母净利润和净利率情况（百万元）

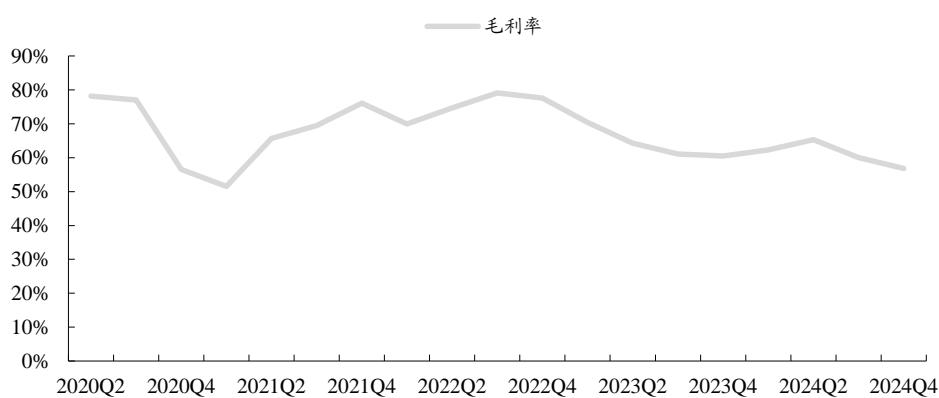


数据来源：公司财报，东吴证券研究所

2. 毛利率同比下降，长期来看利润率趋于平稳

2024Q4 毛利率达到 56.79% (yoy-3.75pct, qoq-3.24pct) 。

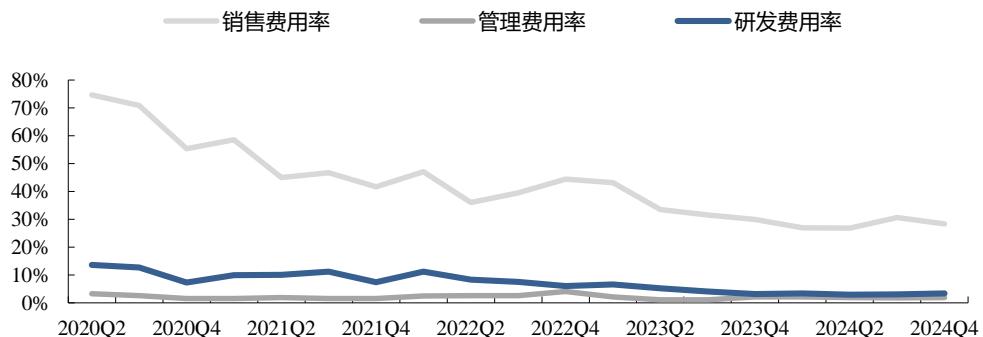
图5：毛利率情况



数据来源：公司财报，东吴证券研究所

2024Q4 费用端控制良好, 销售/管理/研发费用率分别为 28.35/1.89/3.41%, 销售费用率 24Q4 较 23Q4 的 29.97%, 同比下降约 1.62 个百分点。24Q4 管理费用率较 23Q4 的 2.14%, 同比下降约 0.26 个百分点。24Q4 研发费用率较 23Q4 的 3.22%, 同比上升约 0.19 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 2024Q4 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 2025-2026 年的 Non-GAAP 净利润从 1486.3/1817.1 亿元调整至 1356.3/1647.1 亿元，我们预测 2027 年的 Non-GAAP 净利润为 1885.2 亿元，2025-2027 年对应 PE 分别为 7.4/6.1/5.3 倍（美元/人民币=7.26，2025/3/26 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	2024	2025E	2026E	2027E	利润表	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	126,194	316,043	392,668	576,435	营业收入	393,836	479,636	570,625	649,614
短期投资	273,792	333,439	396,694	451,607	营业成本	153,900	191,854	245,369	285,830
应收账款	11,248	20,347	22,213	23,800	销售费用	111,301	142,330	166,315	182,373
预付账款及其他	4,413	7,326	8,273	8,873	研发费用	12,659	15,901	18,287	19,229
流动资产合计	415,648	677,155	819,848	1,060,715	管理费用	7,553	8,868	10,215	11,058
固定资产	879	1,067	1,241	1,353	营业利润	108,423	120,683	130,439	151,124
无形资产	19	956	2,096	3,363	其他收益-非经营	3,120	3,357	2,853	1,949
长期投资	0	0	0	0	净利息汇兑收入	21,141	22,513	55,433	67,694
经营租赁使用权资产	5,064	6,021	7,185	8,479	投资收益	17	85	170	281
其他非流动资产	83,407	101,578	120,848	137,576	利润总额	132,701	146,637	188,895	221,048
非流动资产合计	89,386	110,066	131,613	151,005	所得税	-20,267	-22,395	-28,849	-33,760
资产合计	505,034	843,288	1,044,996	1,290,701	归母净利润	112,435	124,242	160,046	187,289
短期借款	0	0	0	0	优先股利润分配和其他调整项目	0	0	0	0
应付账款	92,458	223,680	212,473	250,824	归母净利润	112,435	124,242	160,046	187,289
应付债券及其他负债	76,557	93,236	110,923	126,278	EBITDA	109,368	122,803	132,701	154,006
预收账款	19,408	40,302	39,967	44,032	EBIT	108,423	120,683	130,439	151,124
流动负债合计	188,423	357,218	363,363	421,134	NOPLAT	124,982	139,114	150,361	174,204
可转换债券	0	0	0	0	经调整净利润	122,344	135,627	164,710	188,523
其他非流动负债	3,192	3,887	4,624	5,264					
非流动负债合计	3,298	3,947	4,700	5,345					
股东权益	313,313	437,555	597,601	784,890	主要财务比率	2024	2025E	2026E	2027E
所有者权益合计	313,313	482,123	676,933	864,222	每股收益-Non-GAAP	22.0	24.4	29.7	33.9
负债和股东权益	505,034	843,288	1,044,996	1,290,701	每股净资产	56.4	78.8	107.6	141.3
					发行在外股份 (百万股)	5555.1	5555.1	5555.1	5555.1
					ROIC	39.5%	32.4%	25.6%	22.0%
					ROE	35.9%	28.4%	26.8%	23.9%
					毛利率	60.9%	60.0%	57.0%	56.0%
					Non-GAAP 净利率	31.1%	28.3%	28.9%	29.0%
					资产负债率	38.0%	42.8%	35.2%	33.0%
					营业收入增长率	59.0%	21.8%	19.0%	13.8%
					经调整净利润增长率	80.2%	10.9%	21.4%	14.5%
					P/E-Non-GAAP	8.2	7.4	6.1	5.3
					P/B	12.9	9.2	6.7	5.1
					EV/EBITDA	37	33	30	26

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2025年3月26日的7.26,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:

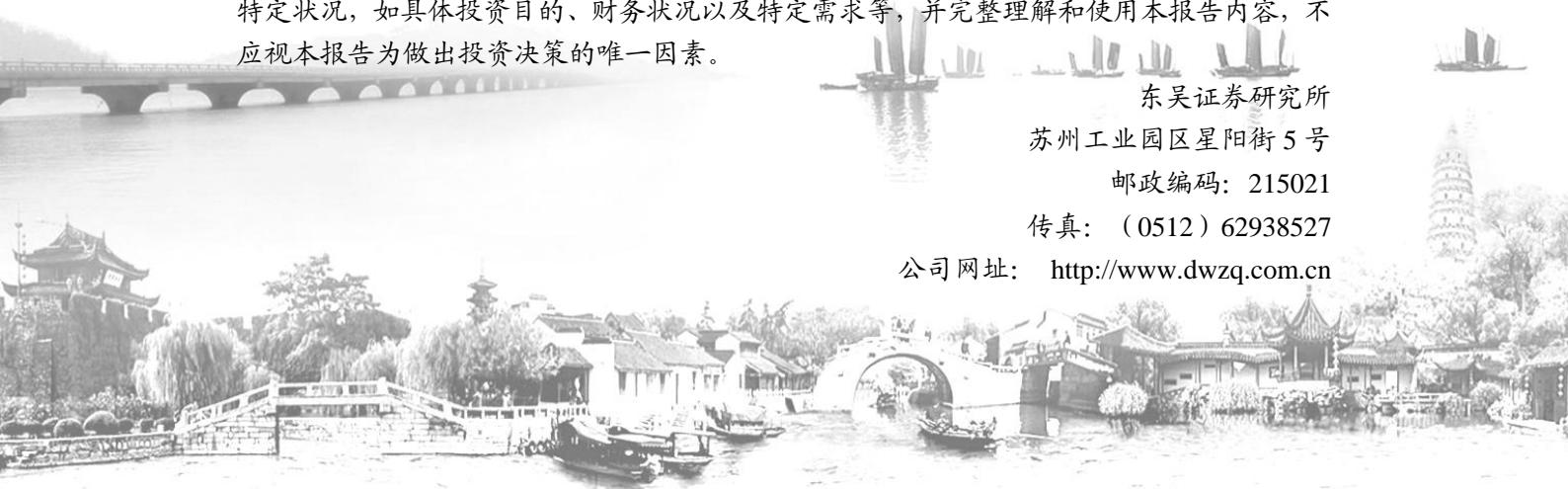
公司投资评级:

- 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>