

互联网	收盘价 美元 147.09	目标价 美元 213.00个	潜在涨幅 +44.8%
-----	------------------	-------------------	----------------

2024 年 5 月 23 日

拼多多 (PDD US)

主站货币化及 TEMU 减亏继续超预期；预计季度利润 300 亿元+

④ **2024 年 1 季度：**收入同比增 131%至 868 亿元（人民币，下同），较我们/彭博市场预期高 22%/13%，其中广告/佣金收入分别增 56%/327%，促消费政策和节庆时令活动双重驱动收入增长。我们估算内地主站 GMV 增 30%+，广告货币化率同比提升约 70 个基点，受益于商家投放意愿提升。经营杠杆释放下，调整后净利润同比增 202%至 306 亿元，大幅超出我们/彭博市场预期 115%/97%。我们估算 TEMU GMV 达 100 亿美元，加速包括中东、欧洲、拉美等地区发展以降低单一地区风险，预计 TEMU 亏损率（亏损/GMV）缩窄至-9%。

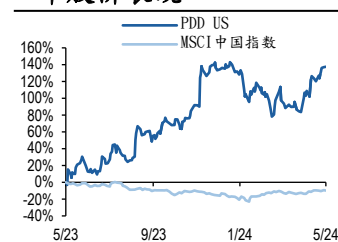
④ **展望：**基于主站仍将持续扩张市占率，我们对其变现能力的持续提升持乐观态度，竞争加剧但公司价格心智依然领先，平台将吸引商家持续广告投入以获取更高增长。我们预计 2024 年内地主站 GMV/收入增 22%/33%。预计 TEMU 2024 年 GMV 将增 200%+达到 500 亿美元（前为 465 亿美元），变现率保持提升趋势，亏损率收窄至 8%。我们认为美国地区有望在 2024 年实现盈利，并在 2025 年实现平台整体盈利。

④ **估值：**基于主站盈利及 TEMU 变现好于预期，我们上调 2024 年公司总收入/利润 7%/24%，预计 2024 年公司收入/利润增 91%/100%。基于 SOTP 估值法，我们将目标价从 180 美元上调至 213 美元（内地/TEMU 分别贡献 186 美元/27 美元），其中内地业务基于 15 倍市盈率，TEMU 基于 0.8 倍 P/GMV 不变。现价对应核心电商业务 PEG 仅 0.2 倍，我们认为公司竞争优势依然明显，利润仍将保持高速增长，维持**买入**。

个股评级

买入

1 年股价表现



资料来源: FactSet

股份资料

52周高位 (美元)	151.33
52周低位 (美元)	60.02
市值 (百万美元)	195,422.30
日均成交量 (百万)	29.50
年初至今变化 (%)	0.53
200天平均价 (美元)	130.78

资料来源: FactSet

孙梦琪

mengqi.sun@bocomgroup.com
(86) 10 8800 9788-8048

谷馨瑜, CPA

connie.gu@bocomgroup.com
(86) 10 8800 9788-8045

赵丽, CFA

zhao.li@bocomgroup.com
(86) 10 8800 9788-8054

蔡涵

hanna.cai@bocomgroup.com
(86) 10 8800 9788-8041

财务数据一览

年结12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
收入 (百万人民币)	130,558	247,639	424,755	574,892	748,599
同比增长 (%)	39.0	89.7	71.5	35.3	30.2
净利润 (百万人民币)	39,530	67,899	127,581	164,934	210,095
每股盈利 (人民币)	27.45	46.36	85.96	109.65	137.83
同比增长 (%)	187.0	68.9	85.4	27.6	25.7
前EPS预测值 (人民币)			70.33	100.21	136.26
调整幅度 (%)			22.2	9.4	1.2
市盈率 (倍)	38.8	23.0	12.4	9.7	7.7
每股账面净值 (人民币)	81.77	127.85	224.15	341.62	485.15
市账率 (倍)	13.02	8.33	4.75	3.12	2.19

资料来源：公司资料，交银国际预测 ^净利润和每股盈利基于 Non-GAAP 基础

此报告最后部分的分析师披露、商业关系披露和免责声明为报告的一部分，必须阅读。

下载本公司之研究报告，可从彭博信息：BOCM 或 <https://research.bocomgroup.com>

图表 1: 2024 年 1 季度业绩概览

(百万人民币) 年结 12 月 31 日	1Q23	4Q23	1Q24	环比 (%)	同比 (%)	交银国际 预期	差异 (%)	点评
收入	37,637	88,881	86,812	-2	131	71,015	22	
<u>彭博一致预测</u>			<u>76,860</u>					
线上营销服务	27,244	48,676	42,456	-13	56	33,657	26	预计 GMV 增 30%+，货币化率增约 70 个基点
佣金	10,393	40,205	44,356	10	327	37,358	19	TEMU GMV 增长
营业成本	(11,125)	(35,078)	(32,695)	-7	194	(30,420)	7	
毛利	26,512	53,803	54,117	1	104	40,595	33	
毛利率(%)	70	61	62			57		
运营开支	(19,583)	(31,408)	(28,144)	-10	44	(29,146)	-3	
营销	(16,260)	(26,639)	(23,411)	-12	44	(25,558)	-8	海外促销和营销活动费用增加
一般及行政	(816)	(1,905)	(1,823)	-4	123	(800)	128	
研发	(2,507)	(2,864)	(2,910)	2	16	(2,788)	4	
占收入比例								
营销(%)	-43	-30	-27			-36		
一般及行政(%)	-2	-2	-2			-1		
研发(%)	-7	-3	-3			-4		
运营利润	6,929	22,395	25,974	16	275	11,449	127	
经调整运营利润	8,462	24,580	28,552	16	237	12,975	120	
经调整运营利润率(%)	22	28	33			18		
经调整普通股股东应占利润	10,126	25,476	30,601	20	202	14,202	115	
<u>彭博一致预测</u>			<u>15,535</u>					
经调整净利润率(%)	27	29	35			20		
经调整摊薄每股盈利(元)	6.9	17.3	20.7	20	199	9.6	115	
<u>彭博一致预测</u>			<u>10.5</u>					

资料来源：公司资料，彭博，交银国际预测

图表 2: 2024 年 2 季度损益表预测

(百万人民币)									
年结 12 月 31 日	2Q23	1Q24	2Q24E	环比 (%)	同比 (%)	2023	2024E	2025E	2026E
收入	52,281	86,812	98,609	14	89	247,639	427,416	574,892	748,599
<u>彭博一致预测</u>			<u>91,529</u>				<u>379,231</u>	<u>492,168</u>	<u>602,393</u>
线上营销服务	37,933	42,456	49,491	17	30	153,541	206,750	231,100	254,820
佣金	14,348	44,356	49,117	11	242	94,099	220,666	343,792	493,778
营业成本	(18,690)	(32,695)	(35,947)	10	92	(91,724)	(149,216)	(185,994)	(223,235)
毛利	33,591	54,117	62,661	16	87	155,916	278,200	388,898	525,364
毛利率 (%)	64	62	64			63	65	68	70
运营开支	(20,872)	(28,144)	(34,656)	23	66	(97,217)	(159,704)	(229,591)	(317,312)
营销	(17,542)	(23,411)	(30,506)	30	74	(82,189)	(141,953)	(212,834)	(300,033)
一般及行政	(596)	(1,823)	(1,057)	-42	77	(4,076)	(5,346)	(4,425)	(4,533)
研发	(2,734)	(2,910)	(3,092)	6	13	(10,952)	(12,404)	(12,332)	(12,746)
占收入比例									
营销 (%)	-34	-27	-31			-33	-33	-37	-40
一般及行政 (%)	-1	-2	-1			-2	-1	-1	-1
研发 (%)	-5	-3	-3			-4	-3	-2	-2
运营利润	12,719	25,974	28,006	8	120	58,699	118,496	159,307	208,052
经调整运营利润	14,609	28,552	30,126	6	106	65,778	128,397	171,667	224,147
经调整运营利润率 (%)	28	33	31			27	30	30	30
经调整普通股东应占利润	15,269	30,601	30,115	-2	97	67,899	129,361	164,934	210,095
<u>彭博一致预测</u>			<u>22,264</u>				<u>91,242</u>	<u>122,359</u>	<u>154,442</u>
经调整净利润率 (%)	29	35	31			27	30	29	28
经调整摊薄每股盈利 (元)	10.5	20.7	20.3	-2	94	46.4	87.2	109.6	137.8
<u>彭博一致预测</u>			<u>15.0</u>				<u>61.5</u>	<u>82.1</u>	<u>102.9</u>

资料来源：公司资料，彭博，交银国际预测

图表 3: 拼多多 (PDD US) 目标价及评级



资料来源: FactSet, 交银国际预测

图表 4: 交银国际互联网及教育行业覆盖公司

股票代码	公司名称	评级	收盘价 (交易货币)	目标价 (交易货币)	潜在涨幅	最新目标价/评级 发表日期	子行业
BIDU US	百度	买入	102.41	132.00	28.9%	2024 年 05 月 17 日	广告
IQ US	爱奇艺	买入	4.95	6.70	35.4%	2024 年 05 月 17 日	文娱内容
TME US	腾讯音乐	买入	14.72	17.00	15.5%	2024 年 05 月 14 日	文娱内容
9899 HK	云音乐	买入	105.80	104.00	-1.7%	2024 年 03 月 01 日	文娱内容
BILI US	哔哩哔哩	买入	15.68	13.00	-17.1%	2024 年 01 月 24 日	文娱内容
1024 HK	快手	买入	58.15	75.00	29.0%	2024 年 01 月 23 日	文娱内容
YY US	欢聚集团	中性	33.17	37.00	11.5%	2024 年 03 月 19 日	文娱内容
MOMO US	挚文集团	中性	5.66	6.60	16.6%	2024 年 03 月 15 日	文娱内容
772 HK	阅文集团	中性	28.40	29.00	2.1%	2024 年 02 月 21 日	文娱内容
PDD US	拼多多	买入	147.09	213.00	44.8%	2024 年 05 月 22 日	电商
JD US	京东	买入	32.68	40.00	22.4%	2024 年 05 月 17 日	电商
BABA US	阿里巴巴	买入	82.68	111.00	34.3%	2024 年 04 月 11 日	电商
DAO US	有道	买入	3.63	5.10	40.5%	2024 年 05 月 06 日	教育
9901 HK	新东方教育科技	买入	61.60	89.00	44.5%	2024 年 04 月 25 日	教育
GOTU US	高途	买入	6.55	9.10	38.9%	2024 年 02 月 28 日	教育
TAL US	好未来教育	买入	12.37	15.50	25.3%	2024 年 01 月 26 日	教育
3888 HK	金山软件	买入	25.60	30.00	17.2%	2024 年 05 月 22 日	游戏
700 HK	腾讯控股	买入	384.40	457.00	18.9%	2024 年 05 月 16 日	游戏
NTES US	网易	买入	98.36	127.00	29.1%	2024 年 04 月 10 日	游戏
777 HK	网龙网络	买入	12.16	15.00	23.4%	2024 年 03 月 28 日	游戏
3690 HK	美团	买入	120.60	111.00	-8.0%	2024 年 03 月 25 日	本地生活
9690 HK	途虎	买入	25.85	26.00	0.6%	2024 年 03 月 18 日	本地生活
9699 HK	顺丰同城	买入	10.26	11.30	10.1%	2024 年 03 月 27 日	物流
2618 HK	京东物流	中性	9.78	10.10	3.3%	2024 年 05 月 17 日	物流
DADA US	达达集团	中性	1.87	1.90	1.6%	2024 年 05 月 16 日	物流
9878 HK	汇通达网络	中性	27.50	30.00	9.1%	2024 年 03 月 28 日	商户服务
9923 HK	移卡	中性	11.06	14.00	26.6%	2024 年 03 月 27 日	商户服务
780 HK	同程旅行	买入	18.48	25.00	35.3%	2024 年 05 月 22 日	在线旅行社
9961 HK	携程集团	买入	430.80	509.00	18.2%	2024 年 05 月 21 日	在线旅行社

资料来源: FactSet, 交银国际预测 *截至 2024 年 5 月 22 日

财务数据

损益表 (百万元人民币)					
年结12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
收入	130,558	247,639	424,755	574,892	748,599
主营业务成本	(31,462)	(91,724)	(148,657)	(185,994)	(223,235)
毛利	99,095	155,916	276,098	388,898	525,364
销售及管理费用	(58,309)	(86,264)	(147,300)	(217,259)	(304,566)
研发费用	(10,385)	(10,952)	(12,404)	(12,332)	(12,746)
其他经营净收入/费用	0	0	0	0	0
经营利润	30,402	58,699	116,394	159,307	208,052
Non-GAAP标准下的经营利润	38,120	65,778	126,295	171,667	224,147
财务成本净额	3,945	10,194	19,408	19,272	19,264
其他非经营净收入/费用	1,916	2,984	2,733	920	920
税前利润	36,264	71,876	138,535	179,499	228,235
税费	(4,726)	(11,850)	(20,881)	(26,925)	(34,235)
非控股权益	0	0	0	0	0
净利润	31,538	60,027	117,654	152,574	194,000
作每股收益计算的净利润	31,538	60,027	117,654	152,574	194,000
Non-GAAP标准的净利润	39,530	67,899	127,581	164,934	210,095

资产负债表 (百万元人民币)					
截至12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	92,300	121,780	297,406	497,662	751,924
有价证券	115,113	157,415	188,898	207,788	228,567
应收账款及票据	6,907	11,342	29,482	26,996	45,750
其他流动资产	2,298	4,213	6,020	6,749	8,955
总流动资产	216,618	294,750	521,807	739,196	1,035,196
投资物业	16,862	0	0	0	0
物业、厂房及设备	1,045	980	1,823	2,539	2,648
无形资产	134	21	430	730	928
其他长期资产	2,461	52,327	62,792	75,351	90,421
总长期资产	20,502	53,328	65,045	78,620	93,997
总资产	237,120	348,078	586,852	817,816	1,129,193
应付账款	66,383	78,381	209,720	267,966	340,186
其他短期负债	50,507	74,520	41,193	35,967	49,508
总流动负债	116,889	152,901	250,913	303,933	389,693
长期贷款	1,576	5,232	0	0	0
其他长期负债	884	2,704	3,245	0	0
总长期负债	2,460	7,936	3,245	0	0
总负债	119,349	160,837	254,158	303,933	389,693
股本	99,251	107,293	135,198	163,813	195,430
储备及其他资本项目	18,520	79,948	197,496	350,070	544,070
股东权益	117,771	187,242	332,694	513,883	739,500
记作权益的金融工具	0	0	0	0	0
总权益	117,771	187,242	332,694	513,883	739,500

资料来源: 公司资料, 交银国际预测

现金流量表 (百万元人民币)					
年结12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
税前利润	36,264	71,876	138,535	179,499	228,235
折旧及摊销	2,224	786	240	474	685
营运资本变动	7,423	26,456	80,355	54,777	64,801
利息调整	(606)	(1,355)	(19,408)	(19,272)	(19,264)
税费	(4,726)	(11,850)	(20,881)	(26,925)	(34,235)
其他经营活动现金流	7,929	8,248	29,310	31,632	35,358
经营活动现金流	48,508	94,163	208,150	220,186	275,581
资本开支	(636)	(583)	(990)	(990)	(490)
投资活动	(25,282)	(41,866)	(31,483)	(18,890)	(20,779)
其他投资活动现金流	3,556	(12,982)	0	0	0
投资活动现金流	(22,362)	(55,431)	(32,473)	(19,880)	(21,269)
负债净变动	0	0	0	0	0
权益净变动	0	0	0	0	0
其他融资活动现金流	10	(8,961)	0	0	0
融资活动现金流	10	(8,961)	0	0	0
汇率收益/损失	100	(291)	(50)	(50)	(50)
年初现金	66,044	92,300	121,780	297,406	497,662
年末现金	92,300	121,780	297,406	497,662	751,924

财务比率					
年结12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
每股指标(人民币)					
核心每股收益	24.944	44.337	83.152	100.714	120.130
全面摊薄每股收益	21.897	40.988	79.268	101.428	127.275
Non-GAAP标准下的每股收益	27.445	46.364	85.956	109.645	137.834
每股账面值	81.767	127.855	224.149	341.620	485.155
利润率分析(%)					
毛利率	75.9	63.0	65.0	67.6	70.2
EBITDA利润率	25.0	24.0	27.5	27.8	27.9
EBIT利润率	23.3	23.7	27.4	27.7	27.8
净利率	24.2	24.2	27.7	26.5	25.9
利润率分析(%) - Non-GAAP标准					
毛利率	75.9	63.0	65.0	67.6	70.2
EBITDA利润率	30.9	26.9	29.8	29.9	30.0
经营利润率	29.2	26.6	29.7	29.9	29.9
净利率	30.3	27.4	30.0	28.7	28.1
盈利能力(%)					
ROA	15.1	20.5	25.2	21.7	19.9
ROE	32.7	39.4	45.3	36.0	31.0
ROIC	25.1	32.0	37.7	32.0	28.2
其他					
流动比率	1.9	1.9	2.1	2.4	2.7
应收账款周转天数	14.8	10.1	15.0	15.0	15.0
应付账款周转天数	21.1	5.8	5.8	5.8	70.0

交銀國際

香港中環德輔道中 68 號萬宜大廈 10 樓
總機: (852) 3766 1899 傳真: (852) 2107 4662

评级定义

分析员个股评级定义：

买入：预期个股未来12个月的总回报**高于**相关行业。

中性：预期个股未来12个月的总回报与相关行业**一致**。

沽出：预期个股未来12个月的总回报**低于**相关行业

无评级：对于个股未来12个月的总回报与相关行业的比较，分析员**并无确信观点**。

分析员行业评级定义：

领先：分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**具吸引力**。

同步：分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现与大盘标杆指数**一致**。

落后：分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**不具吸引力**。

香港市场的标杆指数为**恒生综合指数**，A股市场的标杆指数为**MSCI 中国A股指数**，美国上市中概股的标杆指数为**标普美国中概股50（美元）指数**

分析员披露

本研究报告之作者，兹作以下声明：i) 发表于本报告之观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券或其发行者之观点；及ii) 他们之薪酬与发表于报告上之建议/观点并无直接或间接关系；iii) 对于提及的证券或其发行者，他们并无接收到可影响他们的建议的内幕消息/非公开股价敏感消息。

本研究报告之作者进一步确认：i) 他们及他们之相关有联系者【按香港证券及期货监察委员会之操守准则的相关定义】并没有于发表研究报告之30个日历日前处置/买卖该等证券；ii) 他们及他们之相关有联系者并没有于任何上述研究报告覆盖之香港上市公司任职高级职员；iii) 他们及他们之相关有联系者并没有持有有关上述研究报告覆盖之证券之任何财务利益，除了一位覆盖分析师持有世茂房地产控股有限公司之股份，一位分析师持有英伟达之股份。

有关商务关系及财务权益之披露

交银国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与交通银行股份有限公司、国联证券股份有限公司、交银国际控股有限公司、四川能投发展股份有限公司、光年控股有限公司、七牛智能科技有限公司、致富金融集团有限公司、湖州燃气股份有限公司、Leading Star (Asia) Holdings Limited、佳捷康创新集团有限公司、武汉有机控股有限公司、巨星传奇集团有限公司、安徽皖通高速公路股份有限公司、怡俊集团控股有限公司、宏信建设发展有限公司、上海小南国控股有限公司、Sincere Watch (Hong Kong) Limited、四川科伦博泰生物医药股份有限公司、新传企划有限公司、乐舱物流股份有限公司、途虎养车股份有限公司、北京第四范式智慧技术股份有限公司、深圳市天图投资管理股份有限公司、迈越科技股份有限公司、极兔速递环球有限公司、山西省安装集团股份有限公司、富景中国控股有限公司、中军集团股份有限公司、佳民集团有限公司、集海资源集团有限公司、君圣泰医药、天津建设发展集团股份有限公司、长久股份有限公司、乐思集团有限公司、出门问问有限公司及趣致集团有投资银行业务关系。

交银国际证券有限公司及/或其集团公司现持有东方证券股份有限公司、光大证券股份有限公司及Interra Acquisition Corp的已发行股本逾1%。

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告(包括任何有关的附件)，表示并保证其根据下述的条件下有权获得本报告，并且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告为高度机密，并且只以非公开形式供交银国际证券的客户阅览。本报告只在基于能被保密的情况下提供给阁下。未经交银国际证券事先以书面同意，本报告及其中所载的资料不得以任何形式(i) 复制、复印或储存，或者(ii) 直接或者间接分发或者转交予任何其它人作任何用途。

交银国际证券、其附属公司、关联公司、董事、关联方及/或雇员，可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖、或对其有兴趣。此外，交银国际证券、其附属公司及关联公司可能与本报告内所述或有关的公司不时进行业务往来，或为其担任市场庄家，或被委任替其证券进行承销，或可能以委托人身份替客户买入或沽售其证券，或可能为其担当或争取担当并提供投资银行、顾问、包销、融资或其它服务，或替其从其它实体寻求同类型之服务。投资者在阅读本报告时，应该留意任何或所有上述的情况，均可能导致真正或潜在的利益冲突。

本报告内的资料来自交银国际证券在报告发行时相信为正确及可靠的来源，惟本报告并非旨在包含投资者所需要的所有信息，并可能受送递延误、阻碍或拦截等因子所影响。交银国际证券不明示或暗示地保证或表示任何该等数据或意见的足够性、准确性、完整性、可靠性或公平性。因此，交银国际证券及其集团或有关的成员均不会就由于任何第三方在依赖本报告的内容时所作的行为而导致的任何类型的损失（包括但不限于任何直接的、间接的、随之而发生的损失）而负上任何责任。

本报告只为一般性提供数据之性质，旨在供交银国际证券之客户作一般阅览之用，而非非考虑任何某特定收取者的特定投资目标、财务状况或任何特别需要。本报告内的任何资料或意见均不构成或被视为集团的任何成员作出提议、建议或征求购入或出售任何证券、有关投资或其它金融证券。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映交银国际证券或其集团的立场，亦可在没有提供通知的情况下随时更改，交银国际证券亦无责任提供任何有关资料或意见之更新。

交银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料，考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要，在参与有关报告中所述公司之证券的交易前，委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。

对部分的司法管辖区或国家而言，分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。本报告的发送对象不包括身处中国内地的投资人。如知悉收取或发送本报告有可能构成当地法律、法则或其他规定之违反，本报告的收取者承诺尽快通知交银国际证券。

本免责声明以中英文书写，两种文本具同等效力。若两种文本有矛盾之处，则应以英文版本为准。

交银国际证券有限公司是交通银行股份有限公司的附属公司。