

互联网	收盘价 美元 104.09	目标价 美元 144.00↓	潜在涨幅 +38.3%
-----	------------------	-------------------	----------------

2024年11月22日

拼多多 (PDD US)

百亿减免政策落地导致佣金收入及利润不及预期，预计投入持续

3季度业绩低于预期，主要因佣金收入低于预期，反映百亿减免政策落地对佣金率带来的短期影响。预计4季度佣金率下降影响持续，扰动利润增长预期。我们下调2024/25年利润5%/7%，基于2025年10倍市盈率（前为13倍，反映利润增长不确定性及海外关税政策风险），目标价从188美元下调至144美元。现价对应2025年7倍市盈率，维持买入。

- 3季度收入同比增44%至993.5亿元（人民币，下同），符合我们的预期，较彭博一致预期低3%。调整后净利润为274.6亿元，同比增61%，较彭博一致预期的292亿元低6%，主要因收入成本增长高于预期。广告/佣金收入分别同比增24%/72%，广告收入符合Visible Alpha（VA）一致预期，佣金收入较VA一致预期低5%。
- 我们认为3季度利润低于预期主要反映公司百亿减免政策扶持优质商家对电商佣金变现率的影响，我们估算3季度对内地主站佣金率影响0.2个百分点。管理层指引将继续战略扶持优质商家，投入持续，我们预计4季度调整后净利润315.8亿元，利润率同比下降3个百分点。近期内地家电国补政策主要利好以官方旗舰店为主要模式的电商平台，我们认为公司为保持产品价格竞争力，需加大补贴力度，对4季度利润产生一定影响。

盈利预测变动

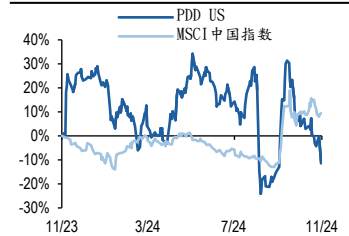
人民币百万	2024E			2025E			2026E		
	新预测	前预测	变动	新预测	前预测	变动	新预测	前预测	变动
营业收入	403,922	404,273	-0.1%	540,049	538,332	0.3%	699,653	696,284	0.5%
线上营销服务	200,441	197,307	1.6%	230,320	226,778	1.6%	253,961	250,063	1.6%
佣金	203,481	206,966	-1.7%	309,729	311,555	-0.6%	445,692	446,221	-0.1%
毛利	250,446	260,116	-3.7%	343,807	357,278	-3.8%	469,328	479,130	-2.0%
毛利率	62.0%	64.3%	-2.3ppts	63.7%	66.4%	-2.7ppts	67.1%	68.8%	-1.7ppts
经调整营销费用	116,958	118,171	-1.0%	171,454	169,377	1.2%	242,006	238,942	1.3%
经调整营销费用占收比	29.0%	29.2%	-0.3ppts	31.7%	31.5%	0.3ppts	34.6%	34.3%	0.3ppts
经调整运营利润	121,643	129,842	-6.3%	159,659	175,866	-9.2%	215,723	229,299	-5.9%
经调整运营利润率	30.1%	32.1%	-2ppts	29.6%	32.7%	-3.1ppts	30.8%	32.9%	-2.1ppts
经调整净利润	124,076	130,869	-5.2%	156,038	168,736	-7.5%	204,184	214,659	-4.9%
经调整净利率	30.7%	32.4%	-1.7ppts	28.9%	31.3%	-2.5ppts	29.2%	30.8%	-1.6ppts
经调整 EPADS (人民币)	83.86	88.19	-4.9%	104.38	112.20	-7.0%	134.78	140.86	-4.3%

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

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)	157.57
52周低位 (美元)	89.17
市值 (百万美元)	144,557.07
日均成交量 (百万)	32.82
年初至今变化 (%)	(28.86)
200天平均价 (美元)	129.68

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

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 3 季度业绩概览

百万人民币 年结 12 月 31 日	3Q23	2Q24	3Q24	环比 (%)	同比 (%)	交银国际 预测	差异 (%)	VA 预测	差异 (%)
收入	68,840	97,060	99,354	2	44	99,388	0	101,625	-2
<i>彭博一致预测</i>			<u>102,834</u>						
线上营销服务	39,688	49,116	49,351	0	24	47,990	3	49,497	0
佣金	29,153	47,944	50,003	4	72	51,398	-3	52,440	-5
营业成本	(26,830)	(33,698)	(39,709)	18	48	(35,805)	11	(37,959)	5
毛利	42,010	63,361	59,645	-6	42	63,583	-6	63,667	-6
毛利率 (%)	61	65	60			64			
运营开支	(25,354)	(30,797)	(35,353)	15	39	(35,292)	0	(35,104)	1
营销	(21,748)	(26,049)	(30,484)	17	40	(30,546)	0	(29,642)	3
一般及行政	(758)	(1,839)	(1,806)	-2	138	(1,806)	0	(1,844)	-2
研发	(2,847)	(2,909)	(3,063)	5	8	(2,940)	4	(3,618)	-15
占收入比例									
营销 (%)	-32	-27	-31			-31		-29	
一般及行政 (%)	-1	-2	-2			-2		-2	
研发 (%)	-4	-3	-3			-3		-4	
运营利润	16,656	32,565	24,292	-25	46	28,292	-14	28,563	-15
经调整运营利润	18,126	34,987	26,770	-23	48	30,428	-12	30,961	-14
经调整运营利润率 (%)	26	36	27			31			
经调整普通股股东应占利润	17,027	34,432	27,459	-20	61	30,589	-10	29,593	-7
<i>彭博一致预测</i>			<u>29,207</u>						
经调整净利润率 (%)	25	35	28			31			
经调整摊薄每股盈利 (元)	11.6	23.2	18.6	-20	60	20.6	-10	20.0	-7
<i>彭博一致预测</i>			<u>20.2</u>						

资料来源：公司资料，彭博，Visible Alpha，交银国际预测

图表 2: 2024 年 4 季度损益表预测

(百万人民币)									
年结 12 月 31 日	4Q23	3Q24	4Q24E	环比 (%)	同比 (%)	2023	2024E	2025E	2026E
收入	88,881	99,354	120,696	21	36	247,639	403,922	540,049	699,653
<i>彭博一致预测</i>			<u>120,706</u>				<u>407,228</u>	<u>514,866</u>	<u>614,085</u>
线上营销服务	48,676	49,351	59,518	21	22	153,541	200,441	230,320	253,961
佣金	40,205	50,003	61,178	22	52	94,099	203,481	309,729	445,692
营业成本	(35,078)	(39,709)	(47,374)	19	35	(91,724)	(153,476)	(196,242)	(230,325)
毛利	53,803	59,645	73,322	23	36	155,916	250,446	343,807	469,328
毛利率 (%)	61	60	61			63	62	64	67
运营开支	(31,408)	(35,353)	(44,583)	26	42	(97,217)	(138,877)	(195,759)	(268,647)
营销	(26,639)	(30,484)	(39,820)	31	49	(82,189)	(119,764)	(175,235)	(246,904)
一般及行政	(1,905)	(1,806)	(1,857)	3	-3	(4,076)	(7,324)	(7,996)	(8,750)
研发	(2,864)	(3,063)	(2,906)	-5	1	(10,952)	(11,789)	(12,529)	(12,993)
占收入比例									
营销 (%)	-30	-31	-33			-33	-30	-32	-35
一般及行政 (%)	-2	-2	-2			-2	-2	-1	-1
研发 (%)	-3	-3	-2			-4	-3	-2	-2
运营利润	22,395	24,292	28,738	18	28	58,699	111,569	148,048	200,680
经调整运营利润	24,580	26,770	31,333	17	27	65,778	121,643	159,659	215,723
经调整运营利润率 (%)	28	27	26			27	30	30	31
经调整普通股股东应占利润	25,476	27,459	31,584	15	24	67,899	124,076	156,038	204,184
<i>彭博一致预测</i>			<u>33,130</u>				<u>125,173</u>	<u>151,534</u>	<u>183,653</u>
经调整净利润率 (%)	29	28	26			27	31	29	29
经调整摊薄每股盈利 (元)	17.3	18.6	21.3	15	23	46.4	83.9	104.4	134.8
<i>彭博一致预测</i>			<u>22.1</u>				<u>85.3</u>	<u>101.7</u>	<u>121.1</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	81.63	111.00	36.0%	2024 年 10 月 30 日	广告
BILI US	哔哩哔哩	买入	18.83	25.00	32.8%	2024 年 10 月 16 日	文娱内容
IQ US	爱奇艺	买入	2.02	3.80	88.1%	2024 年 08 月 23 日	文娱内容
1024 HK	快手	买入	46.40	54.00	16.4%	2024 年 08 月 21 日	文娱内容
TME US	腾讯音乐	买入	11.52	14.00	21.5%	2024 年 08 月 14 日	文娱内容
9899 HK	云音乐	买入	117.90	120.00	1.8%	2024 年 06 月 04 日	文娱内容
MOMO US	挚文集团	中性	6.56	5.90	-10.1%	2024 年 05 月 29 日	文娱内容
YY US	欢聚集团	中性	36.03	33.00	-8.4%	2024 年 05 月 29 日	文娱内容
772 HK	阅文集团	中性	25.80	29.00	12.4%	2024 年 02 月 21 日	文娱内容
PDD US	拼多多	买入	104.09	144.00	38.3%	2024 年 11 月 22 日	电商
JD US	京东	买入	35.38	56.00	58.3%	2024 年 10 月 15 日	电商
BABA US	阿里巴巴	买入	85.58	111.00	29.7%	2024 年 04 月 11 日	电商
1797 HK	东方甄选	中性	14.20	8.50	-40.1%	2024 年 08 月 26 日	电商
GOTU US	高途	买入	2.61	4.60	76.2%	2024 年 11 月 20 日	教育
DAO US	有道	买入	5.21	7.30	40.1%	2024 年 11 月 15 日	教育
9901 HK	新东方教育科技	买入	44.45	75.00	68.7%	2024 年 11 月 06 日	教育
TAL US	好未来教育	买入	9.81	13.80	40.7%	2024 年 08 月 02 日	教育
3888 HK	金山软件	买入	32.50	33.00	1.5%	2024 年 11 月 20 日	游戏
700 HK	腾讯控股	买入	407.60	513.00	25.9%	2024 年 10 月 14 日	游戏
777 HK	网龙网络	买入	10.24	14.00	36.7%	2024 年 08 月 30 日	游戏
NTES US	网易	买入	88.64	113.00	27.5%	2024 年 08 月 23 日	游戏
3690 HK	美团	买入	172.70	228.00	32.0%	2024 年 10 月 15 日	本地生活
9690 HK	途虎	买入	22.90	24.00	4.8%	2024 年 08 月 12 日	本地生活
2618 HK	京东物流	买入	14.36	18.00	25.3%	2024 年 11 月 15 日	物流
9699 HK	顺丰同城	买入	9.78	13.50	38.0%	2024 年 07 月 12 日	物流
DADA US	达达集团	中性	1.37	1.40	2.2%	2024 年 11 月 14 日	物流
9878 HK	汇通达网络	中性	19.10	21.00	9.9%	2024 年 08 月 30 日	商户服务
9923 HK	移卡	中性	10.46	13.00	24.3%	2024 年 08 月 30 日	商户服务
780 HK	同程旅行	买入	18.04	24.00	33.0%	2024 年 11 月 20 日	在线旅行社
9961 HK	携程集团	买入	501.50	605.00	20.6%	2024 年 11 月 19 日	在线旅行社

资料来源: FactSet, 交银国际预测 *收盘价截至 2024 年 11 月 21 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	403,922	540,049	699,653
主营业务成本	(31,462)	(91,724)	(153,476)	(196,242)	(230,325)
毛利	99,095	155,916	250,446	343,807	469,328
销售及管理费用	(58,309)	(86,264)	(127,088)	(183,230)	(255,654)
研发费用	(10,385)	(10,952)	(11,789)	(12,529)	(12,993)
其他经营净收入/费用	0	0	0	0	0
经营利润	30,402	58,699	111,569	148,048	200,680
Non-GAAP标准下的经营利润	38,120	65,778	121,643	159,659	215,723
财务成本净额	3,945	10,194	20,456	20,946	20,919
其他非经营净收入/费用	1,916	2,984	2,251	920	920
税前利润	36,264	71,876	134,275	169,914	222,519
税费	(4,726)	(11,850)	(20,300)	(25,487)	(33,378)
非控股权益	0	0	0	0	0
净利润	31,538	60,027	113,976	144,427	189,141
作每股收益计算的净利润	31,538	60,027	113,976	144,427	189,141
Non-GAAP标准的净利润	39,530	67,899	124,076	156,038	204,184

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	290,479	495,019	733,112
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	27,480	25,576	42,414
其他流动资产	2,298	4,213	5,668	6,513	8,365
总流动资产	216,618	294,750	512,526	734,896	1,012,459
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	577,570	813,516	1,106,456
应付账款	66,383	78,381	203,436	275,495	335,585
其他短期负债	50,507	74,520	41,700	36,539	49,683
总流动负债	116,889	152,901	245,136	312,034	385,268
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	248,381	312,034	385,268
股本	99,251	107,293	135,371	163,237	193,801
储备及其他资本项目	18,520	79,948	193,818	338,246	527,387
股东权益	117,771	187,242	329,189	501,482	721,188
记作权益的金融工具	0	0	0	0	0
总权益	117,771	187,242	329,189	501,482	721,188

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	134,275	169,914	222,519
折旧及摊销	2,224	786	240	474	685
营运资本变动	7,423	26,456	76,933	67,957	54,543
利息调整	(606)	(1,355)	(20,456)	(20,946)	(20,919)
税费	(4,726)	(11,850)	(20,300)	(25,487)	(33,378)
其他经营活动现金流	7,929	8,248	30,530	32,557	35,961
经营活动现金流	48,508	94,163	201,222	224,470	259,412
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	290,479	495,019
年末现金	92,300	121,780	290,479	495,019	733,112

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	82.031	98.023	120.211
全面摊薄每股收益	21.897	40.988	77.036	96.610	124.850
Non-GAAP标准下的每股收益	27.445	46.364	83.862	104.377	134.779
每股账面值	81.767	127.855	222.498	335.451	476.048
利润率分析 (%)					
毛利率	75.9	63.0	62.0	63.7	67.1
EBITDA利润率	25.0	24.0	27.7	27.5	28.8
EBIT利润率	23.3	23.7	27.6	27.4	28.7
净利率	24.2	24.2	28.2	26.7	27.0
利润率分析 (%) - Non-GAAP标准					
毛利率	75.9	63.0	62.0	63.7	67.1
EBITDA利润率	30.9	26.9	30.2	29.7	30.9
经营利润率	29.2	26.6	30.1	29.6	30.8
净利率	30.3	27.4	30.7	28.9	29.2
盈利能力 (%)					
ROA	15.1	20.5	24.6	20.8	19.7
ROE	32.7	39.4	44.1	34.8	30.9
ROIC	25.1	32.0	36.4	30.3	27.9
其他					
流动比率	1.9	1.9	2.1	2.4	2.6
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

香港中环德辅道中 68 号万宜大厦 10 楼
总机: (852) 3766 1899 传真: (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】并没有于发表本报告之30个日历日前交易或买卖本报告内涉及其所评论的任何公司的证券；ii) 他们及他们之相关有联系者并没有担任本报告内涉及其评论的任何公司的高级人员（包括就房地产基金而言，担任该房地产基金的管理公司的高级人员；及就任何其他实体而言，在该实体中担任负责管理该等公司的高级人员或其同级人员）；iii) 他们及他们之相关有联系者并没拥有于本报告内涉及其评论的任何公司的证券之任何财务利益。根据证监会持牌人或注册人操守准则第16.2段，“有联系者”指：i) 分析员的配偶、亲生或领养的未成年子女，或未成年继子女；ii) 某信托的受托人，而分析员、其配偶、其亲生或领养的未成年子女或其未成年继子女是该信托的受益人或酌情对象；或iii) 惯于或有义务按照分析员的指示或指令行事的另一人。

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、潮州燃气股份有限公司、Leading Star (Asia) Holdings Limited、武汉有机控股有限公司、安徽皖通高速公路股份有限公司、上海小南国控股有限公司、Sincere Watch (Hong Kong) Limited、乐能物流股份有限公司、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、山西省安泰集团股份有限公司、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、趣致集团、宜搜科技控股有限公司、老铺黄金股份有限公司、中邮通信(集团)控股有限公司及地平线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七牛智能科技有限公司的已发行股本逾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，或可能以受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。