

互联网	收盘价 美元 130.92	目标价 美元 165.00个	潜在涨幅 +26.0%
-----	------------------	-------------------	----------------

2025年3月21日

拼多多 (PDD US)

战略调整致短期收入及毛利率低于预期，但营销支出谨慎，利润仍好于预期

4季度业绩与预期差异较大的要点包括：1) 佣金收入不及预期，同比增速降至33%，或与TEMU美国业务由全托管向半托管战略转移对收入变现率的影响、以及内地百亿减免政策扶持商家完整季度落地有关。2) 毛利润率同比下降4个百分点，估计与TEMU推进本地仓储建设有关，半托管占比提升对美国业务利润优化的影响或晚于预期。3) 营销费率缩减好于预期，或反映主站受国补影响需加大补贴力度的影响实为有限，研发费用增长高于预期，体现技术投入持续。基于TEMU战略变化的影响，我们下调2025年收入/利润预测8%/10%，战略调整导致短期业务波动，长期盈利空间仍在，对标行业平均13倍市盈率，目标价从144美元上调至165美元，维持买入。

⊕ **2024年4季度业绩**：收入同比增24%至1106亿元（人民币，下同），低于我们/彭博一致预期8%/5%。调整后净利润299亿元，同比增17%，较我们预期低5%，高于彭博一致预期4%。广告/佣金收入分别同比增17%/33%，广告收入符合Visible Alpha (VA)一致预期，佣金收入较VA一致预期低12%。

⊕ **TEMU进展**：TEMU加速欧洲扩张，目前已覆盖10+国家，近期正式上线西班牙和意大利站点，以低价策略和本地运营抢占市场。为应对增值税政策和平台竞争，TEMU推进本地仓储建设，设立运营中心和合作供应链。

盈利预测变动

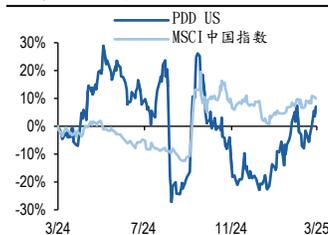
人民币百万	2025E			2026E			2027E		
	新预测	前预测	变动	新预测	前预测	变动	新预测	前预测	变动
营业收入	496,414	540,049	-8.1%	605,783	699,653	-13.4%	706,020	NA	NA
线上营销服务	225,266	230,320	-2.2%	249,129	253,961	-1.9%	270,270	NA	NA
佣金	271,148	309,729	-12.5%	356,655	445,692	-20.0%	435,749	NA	NA
毛利润	310,215	343,807	-9.8%	404,796	469,328	-13.7%	475,371	NA	NA
毛利率	62.5%	63.7%	-1.2ppt	66.8%	67.1%	-0.3ppt	67.3%	NA	NA
经调整营销费用	153,849	171,454	-10.3%	185,639	242,006	-23.3%	205,296	NA	NA
经调整营销费用占收比	31.0%	31.7%	-0.8ppt	30.6%	34.6%	-3.9ppts	29.1%	NA	NA
经调整运营利润	141,370	159,659	-11.5%	204,484	215,723	-5.2%	255,301	NA	NA
经调整运营利润率	28.5%	29.6%	-1.1ppt	33.8%	30.8%	2.9ppts	36.2%	NA	NA
经调整净利润	140,564	156,038	-9.9%	194,548	204,184	-4.7%	238,065	NA	NA
经调整净利率	28.3%	28.9%	-0.6ppt	32.1%	29.2%	2.9ppts	33.7%	NA	NA

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)	181,817.77
日均成交量(百万)	33.31
年初至今变化(%)	34.98
200天平均价(美元)	113.55

资料来源：FactSet

孙梦琪

mengqi.sun@bocomgroup.com
(86) 10 8393 5333

谷馨瑜, CPA

connie.gu@bocomgroup.com
(86) 10 8393 5330

赵丽, CFA

zhao.li@bocomgroup.com
(86) 10 8393 5332

蔡涵

hanna.cai@bocomgroup.com
(86) 10 8393 5334

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 4 季度业绩概览

(百万人民币) 年结 12 月 31 日	4Q23	3Q24	4Q24	环比 (%)	同比 (%)	交银国际 预测	差异 (%)	VA 预测	差异 (%)
收入	88,881	99,354	110,610	11	24	120,696	-8	117,835	-6
<i>彭博一致预测</i>			<u>116,032</u>						
线上营销服务	48,676	49,351	57,011	16	17	59,518	-4	57,132	0
佣金	40,205	50,003	53,599	7	33	61,178	-12	60,959	-12
营业成本	(35,078)	(39,709)	(47,798)	20	36	(47,374)	1	(46,827)	2
毛利	53,803	59,645	62,812	5	17	73,322	-14	70,625	-11
毛利率 (%)	61	60	57			61		60	
运营开支	(31,408)	(35,353)	(37,220)	5	19	(44,583)	-17	(43,704)	-15
营销	(26,639)	(30,484)	(31,357)	3	18	(39,820)	-21	(37,315)	-16
一般及行政	(1,905)	(1,806)	(2,085)	15	9	(1,857)	12	(2,255)	-8
研发	(2,864)	(3,063)	(3,777)	23	32	(2,906)	30	(4,134)	-9
占收入比例									
营销 (%)	-30	-31	-28			-33		-32	
一般及行政 (%)	-2	-2	-2			-2		-2	
研发 (%)	-3	-3	-3			-2		-4	
运营利润	22,395	24,292	25,592	5	14	28,738	-11	27,109	-6
经调整运营利润	24,580	26,770	27,996	5	14	31,333	-11	29,671	-6
经调整运营利润率 (%)	28	27	25			26		25	
经调整普通股股东应占利润	25,476	27,459	29,851	9	17	31,584	-5	29,119	3
<i>彭博一致预测</i>			<u>28,597</u>						
经调整净利润率 (%)	29	28	27			26			
经调整摊薄每股盈利 (元)	17.3	18.6	20.2	8	16	21.3	-5	19.75	2
<i>彭博一致预测</i>			<u>19.7</u>						

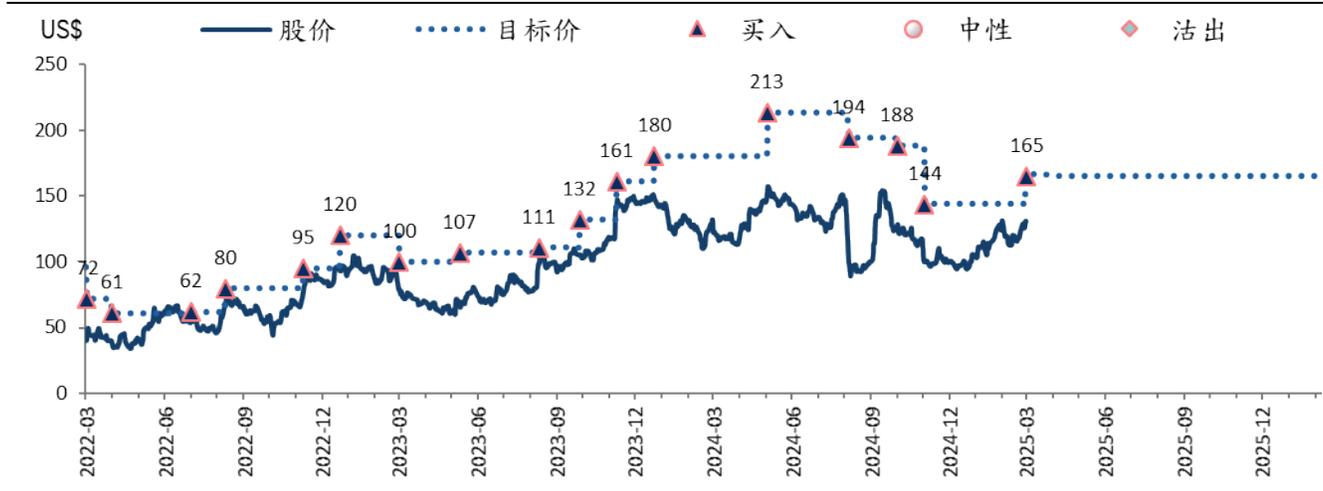
资料来源：公司资料，彭博，Visible Alpha，交银国际预测

图表 2: 2025 年 1 季度损益表预测

(百万人民币)									
年结 12 月 31 日	1Q24	4Q24	1Q25E	环比 (%)	同比 (%)	2024	2025E	2026E	2027E
收入	86,812	110,610	105,443	-5	21	393,836	496,414	605,783	706,020
<i>彭博一致预测</i>			<u>108,700</u>				<u>496,432</u>	<u>592,952</u>	<u>656,913</u>
线上营销服务	42,456	57,011	48,232	-15	14	197,934	225,266	249,129	270,270
佣金	44,356	53,599	57,211	7	29	195,902	271,148	356,655	435,749
营业成本	(32,695)	(47,798)	(43,192)	-10	32	(153,900)	(186,199)	(200,987)	(230,649)
毛利	54,117	62,812	62,251	-1	15	239,936	310,215	404,796	475,371
毛利率 (%)	62	57	59			61	62	67	67
运营开支	(28,144)	(37,220)	(36,934)	-1	31	(131,513)	(179,518)	(213,337)	(235,250)
营销	(23,411)	(31,357)	(31,627)	1	35	(111,301)	(157,324)	(189,880)	(210,239)
一般及行政	(1,823)	(2,085)	(1,748)	-16	-4	(7,553)	(7,701)	(8,388)	(8,994)
研发	(2,910)	(3,777)	(3,560)	-6	22	(12,659)	(14,493)	(15,069)	(16,017)
占收入比例									
营销 (%)	-27	-28	-30			-28	-32	-31	-30
一般及行政 (%)	-2	-2	-2			-2	-2	-1	-1
研发 (%)	-3	-3	-3			-3	-3	-2	-2
运营利润	25,974	25,592	25,316	-1	-3	108,423	130,697	191,459	240,121
经调整运营利润	28,552	27,996	27,583	-1	-3	118,306	141,370	204,484	255,301
经调整运营利润率 (%)	33	25	26			30	28	34	36
经调整普通股股东应占利润	30,601	29,851	28,507	-5	-7	122,343	140,564	194,548	238,065
<i>彭博一致预测</i>			<u>28,338</u>				<u>139,389</u>	<u>170,024</u>	<u>181,118</u>
经调整净利润率 (%)	35	27	27			31	28	32	34
经调整摊薄每股盈利 (元)	20.7	20.2	19.2	-5	-7	82.7	94.1	128.5	156.7
<i>彭博一致预测</i>			<u>19.0</u>				<u>93.3</u>	<u>112.6</u>	<u>119.9</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	94.27	111.00	17.7%	2025 年 02 月 19 日	广告
YY US	欢聚集团	买入	41.23	60.00	45.5%	2025 年 03 月 20 日	文娱内容
TME US	腾讯音乐	买入	14.28	17.00	19.0%	2025 年 03 月 19 日	文娱内容
9899 HK	网易云音乐	买入	151.00	184.00	21.9%	2025 年 02 月 25 日	文娱内容
BILI US	哔哩哔哩	买入	20.15	26.00	29.0%	2025 年 02 月 21 日	文娱内容
IQ US	爱奇艺	买入	2.37	2.70	13.9%	2025 年 02 月 19 日	文娱内容
1024 HK	快手	买入	62.65	54.00	-13.8%	2024 年 08 月 21 日	文娱内容
MOMO US	挚文集团	中性	6.67	7.20	7.9%	2025 年 03 月 14 日	文娱内容
772 HK	阅文集团	中性	26.65	28.00	5.1%	2025 年 03 月 04 日	文娱内容
PDD US	拼多多	买入	130.92	165.00	26.0%	2025 年 03 月 21 日	电商
JD US	京东	买入	42.98	62.00	44.3%	2025 年 03 月 07 日	电商
BABA US	阿里巴巴	买入	136.91	165.00	20.5%	2025 年 02 月 21 日	电商
1797 HK	东方甄选	中性	13.14	15.60	18.7%	2025 年 01 月 22 日	电商
DAO US	有道	买入	8.09	12.00	48.3%	2025 年 02 月 21 日	教育
TAL US	好未来教育	买入	13.97	13.30	-4.8%	2025 年 01 月 24 日	教育
9901 HK	新东方教育科技	买入	40.60	60.00	47.8%	2025 年 01 月 22 日	教育
GOTU US	高途	买入	3.60	4.60	27.8%	2024 年 11 月 20 日	教育
3888 HK	金山软件	买入	40.00	50.00	25.0%	2025 年 03 月 20 日	游戏
700 HK	腾讯控股	买入	519.50	583.00	12.2%	2025 年 03 月 20 日	游戏
NTES US	网易	买入	99.97	124.00	24.0%	2025 年 01 月 20 日	游戏
777 HK	网龙网络	买入	12.08	14.00	15.9%	2024 年 08 月 30 日	游戏
9690 HK	途虎	买入	18.16	18.00	-0.9%	2025 年 01 月 22 日	本地生活
3690 HK	美团	买入	168.10	226.00	34.4%	2024 年 12 月 02 日	本地生活
2618 HK	京东物流	买入	13.34	18.50	38.7%	2025 年 03 月 07 日	物流
9699 HK	顺丰同城	买入	9.05	13.50	49.2%	2024 年 07 月 12 日	物流
DADA US	达达集团	中性	1.86	1.40	-24.5%	2024 年 11 月 14 日	物流
9878 HK	汇通达网络	中性	15.68	21.00	33.9%	2024 年 08 月 30 日	商户服务
9923 HK	移卡	中性	8.46	13.00	53.7%	2024 年 08 月 30 日	商户服务
780 HK	同程旅行	买入	18.38	24.00	30.6%	2024 年 11 月 20 日	在线旅行社
9961 HK	携程集团	买入	506.50	605.00	19.4%	2024 年 11 月 19 日	在线旅行社
6682 HK	第四范式	买入	46.80	64.00	36.8%	2025 年 03 月 10 日	软件

资料来源: FactSet, 交银国际预测 *截至 2025 年 3 月 20 日

财务数据

损益表 (百万元人民币)					
年结12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
收入	247,639	393,836	496,414	605,783	706,020
主营业务成本	(91,724)	(153,900)	(186,199)	(200,987)	(230,649)
毛利	155,916	239,936	310,215	404,796	475,371
销售及管理费用	(86,264)	(118,854)	(165,025)	(198,268)	(219,233)
研发费用	(10,952)	(12,659)	(14,493)	(15,069)	(16,017)
其他经营净收入/费用	0	0	0	0	0
经营利润	58,699	108,423	130,697	191,459	240,121
Non-GAAP标准下的经营利润	65,778	118,306	141,370	204,484	255,301
财务成本净额	10,194	20,553	21,196	21,178	21,177
其他非经营净收入/费用	2,984	3,725	920	920	920
税前利润	71,876	132,701	152,813	213,557	262,218
税费	(11,850)	(20,267)	(22,922)	(32,034)	(39,333)
非控股权益	0	0	0	0	0
净利润	60,027	112,434	129,891	181,524	222,885
作每股收益计算的净利润	60,027	112,434	129,891	181,524	222,885
Non-GAAP标准的净利润	67,899	122,343	140,564	194,548	238,065

资产负债表 (百万元人民币)					
截至12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	121,780	126,194	283,800	467,585	671,685
有价证券	157,415	273,792	301,171	331,288	364,417
应收账款及票据	11,342	11,248	17,090	17,659	22,742
其他流动资产	4,213	4,413	5,946	7,346	7,639
总流动资产	294,750	415,648	608,006	823,878	1,066,483
投资物业	0	0	0	0	0
物业、厂房及设备	980	879	2,539	2,648	2,741
无形资产	21	19	730	928	1,018
其他长期资产	52,327	88,488	106,185	127,422	152,907
总长期资产	53,328	89,386	109,455	130,998	156,665
总资产	348,078	505,034	717,461	954,876	1,223,149
应付账款	78,381	95,405	136,478	147,738	162,251
其他短期负债	74,520	93,018	96,890	106,808	117,743
总流动负债	152,901	188,423	233,367	254,546	279,995
长期贷款	5,232	0	0	0	0
其他长期负债	2,704	3,298	0	0	0
总长期负债	7,936	3,298	0	0	0
总负债	160,837	191,721	233,367	254,546	279,995
股本	107,293	117,829	158,957	193,670	213,608
储备及其他资本项目	79,948	195,484	325,137	506,660	729,546
股东权益	187,242	313,313	484,094	700,330	943,154
记作权益的金融工具	0	0	0	0	0
总权益	187,242	313,313	484,094	700,330	943,154

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	2023	2024	2025E	2026E	2027E
税前利润	71,876	132,701	152,813	213,557	262,218
折旧及摊销	786	240	474	685	809
营运资本变动	26,456	30,290	44,986	19,210	20,072
利息调整	(1,355)	(20,553)	(21,196)	(21,178)	(21,177)
税费	(11,850)	(20,267)	(22,922)	(32,034)	(39,333)
其他经营活动现金流	8,248	(481)	31,869	34,202	15,179
经营活动现金流	94,163	121,929	186,024	214,443	237,768
资本开支	(583)	(990)	(990)	(490)	(490)
投资活动	(41,866)	(116,376)	(27,379)	(30,117)	(33,129)
其他投资活动现金流	(12,982)	(990)	0	0	0
投资活动现金流	(55,431)	(118,356)	(28,369)	(30,607)	(33,619)
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	(8,961)	1	0	0	0
融资活动现金流	(8,961)	1	0	0	0
汇率收益/损失	(291)	840	(50)	(50)	(50)
年初现金	92,300	121,780	126,194	283,800	467,585
年末现金	121,780	126,194	283,800	467,585	671,685

财务比率					
年结12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股指标(人民币)					
核心每股收益	44.337	81.239	89.475	116.984	141.362
全面摊薄每股收益	40.988	76.008	86.952	119.911	146.749
Non-GAAP标准下的每股收益	46.364	82.707	94.097	128.515	156.743
每股账面值	127.855	211.808	324.064	462.625	620.978
利润率分析(%)					
毛利率	63.0	60.9	62.5	66.8	67.3
EBITDA利润率	24.0	27.6	26.4	31.7	34.1
EBIT利润率	23.7	27.5	26.3	31.6	34.0
净利率	24.2	28.5	26.2	30.0	31.6
利润率分析(%) - Non-GAAP标准					
毛利率	63.0	60.9	62.5	66.8	67.3
EBITDA利润率	26.9	30.1	28.6	33.9	36.3
经营利润率	26.6	30.0	28.5	33.8	36.2
净利率	27.4	31.1	28.3	32.1	33.7
盈利能力(%)					
ROA	20.5	26.4	21.3	21.7	20.5
ROE	39.4	44.9	32.6	30.7	27.1
ROIC	32.0	36.4	27.9	27.5	24.8
其他					
流动比率	1.9	2.2	2.6	3.2	3.8
应收账款周转天数	10.1	6.9	7.0	7.0	7.0
应付账款周转天数	5.8	5.8	5.8	5.8	5.8

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**

2025年3月21日
拼多多 (PDD US)

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有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、湖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、山西省安集团股份有限公司、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、中赣通信(集团)控股有限公司、地平线、多点数智有限公司、草姬集团控股有限公司、安徽海螺材料科技股份有限公司及北京赛目科技股份有限公司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。