

拼多多 (PDD.US)：高光渐隐

2024 年四季度，公司收入增速继续放缓，利润率略有下滑。由于平台定位差异，对于当前国补政策，公司受益有限，相对于同业的增速优势或继续收窄；海外业务低基数效应消退，同时关税仍存在不确定性；减免政策或将持续，短期利润率面临一定压力。公司当前股价对应 2025 年 10x 市盈率，并无溢价，但考虑到短期缺少催化剂，或与大盘同步，下调至“持有”评级。

- 收入不及市场预期：公司 4Q24 收入人民币 1,106 亿元，低于市场预期 4.7%，同比增长 24%；调整后净利润为 299 亿元，同比增 17%，高于市场预期 4.5%。调整后净利率为 27.0%，3Q24 为 27.6%，4Q23 为 28.7%。
- 收入增速进一步放缓，增速优势逐渐缩小：4Q24 整体收入同比增长 24%（3Q24 为 44%），增速进一步放缓，尤其是交易服务收入（Temu 相关）同比增长 33%（2Q24 为 72%），在四季度旺季的情况下，环比仅增 7%，略显失望。广告收入同比增 17%（2Q24 为 24%），基本符合预期，但增速仍好于大盘。由于平台定位差异，对于当前国补政策，公司受益相对较少，预计相对于同业的领先优势或继续收窄，我们预计公司 2025 年全年收入增速 22%。
- 毛利率下滑在预期之内，销售费用控制得当：4Q24 净利率为 27.0%，同比和环比分别下降 1.7pp 和 0.6pp，由于公司在 3Q24 业绩会提到竞争激烈以及加大投入等因素，利润率下滑也在预期范围之内。这主要是受毛利率变动影响，毛利率同比和环比分别下降 3.7pp 和 3.2pp，和减免扶持政策相关，包括服务费退返，保证金下调，物流费减免等措施，扶持政策在今年仍将持续。销售费率同比和环比微降 1.7pp 和 2.4pp，控制得当。我们预计 2025 年全年调整后净利率为 27.0%，较 2024 年下滑 4.1pp。
- 下调至“持有”评级，调整目标价至 125 美元：我们略微下调公司 FY25E 收入预测 4%，调整目标价至 125 美元，对应 FY25E 10x 市盈率。考虑到短期缺少催化剂，公司股价或与大盘同步，下调至“持有”评级。
- 投资风险：宏观不确定性；竞争激烈。

图表 1：盈利预测和财务指标

人民币百万	FY23	FY24	FY25E	FY26E	FY27E
营业收入	247,639	393,836	479,849	569,700	652,807
经营利润	58,699	108,423	120,551	159,516	186,050
调整后净利润	67,899	122,344	129,468	160,415	184,012
调整后目标 PE (x)			10.0	8.1	7.0

E=浦银国际预测

资料来源：Bloomberg、浦银国际

赵丹

首席互联网分析师
dan_zhao@spdbi.com
(852) 2808 6436

杨子超, CFA

互联网分析师
charles_yang@spdbi.com
(852) 2808 6409

2025 年 3 月 21 日

评级

持有

目标价 (美元)	125
潜在升幅/降幅	-5%
目前股价 (美元)	130.92
52 周内股价区间 (美元)	88.01-164.69
总市值 (百万美元)	181,818
近 3 月日均成交额 (百万美元)	1,016

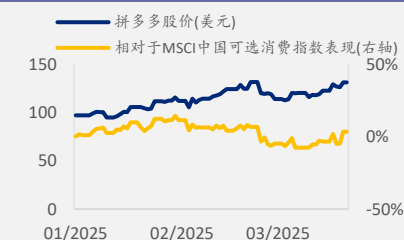
市场预期区间



▲ SPDBI 目标价 ◆ 目前价 ◆ 市场预期区间

资料来源：Bloomberg、浦银国际

股价表现



注：股价截至 2025 年 3 月 20 日

资料来源：Bloomberg、浦银国际

财务报表分析与预测

利润表

人民币百万元	FY23	FY24	FY25E	FY26E	FY27E
收入	247,639	393,836	479,849	569,700	652,807
收入成本	(91,724)	(153,900)	(192,374)	(225,032)	(254,595)
毛利	155,916	239,936	287,475	344,669	398,212
研发费用	(10,952)	(12,659)	(14,909)	(17,091)	(19,584)
销售费用	(82,189)	(111,301)	(142,418)	(159,516)	(182,786)
管理费用	(4,076)	(7,553)	(9,597)	(8,546)	(9,792)
其他费用	-	-	-	-	-
经营盈利	58,699	108,423	120,551	159,516	186,050
利息收入	10,194	20,553	20,000	20,000	20,000
其他收益净额	2,988	3,708	-	-	-
除税前盈利	71,881	132,684	140,551	179,516	206,050
其他损益	(5)	17	-	-	-
所得税开支	(11,850)	(20,267)	(21,083)	(30,518)	(35,029)
年度盈利	60,027	112,435	119,468	148,998	171,022
调整后净利润	67,899	122,344	129,468	160,415	184,012

现金流量表

人民币百万元	FY23	FY24	FY25E	FY26E	FY27E
净利润	60,027	112,435	119,468	148,998	171,022
折旧及摊销	786	943	1,132	1,359	1,630
其他调整项	6,893	9,884	10,000	11,416	12,991
营运资金变动	26,456	10,876	9,972	8,064	5,857
经营现金流	94,163	134,138	140,572	169,837	191,500
固定资产	(583)	(700)	(840)	(1,008)	(1,210)
投资	(54,978)	(129,023)	(103,218)	(82,575)	(66,060)
其他投资现金流	130	-	-	-	-
投资现金流	(55,431)	(129,723)	(104,058)	(83,583)	(67,270)
借款净额	-	-	(5,410)	-	-
发行股票	-	-	-	-	-
发行优先股/债券	(8,969)	-	-	-	-
其他融资现金流	8	-	-	-	-
融资现金流	(8,961)	-	(5,410)	-	-
汇率变动影响	(291)	-	-	-	-
现金及现金等价物净流量	29,479	4,415	31,104	86,254	124,231
年初现金及现金等价物	92,300	121,780	126,194	157,299	243,553
年末现金及现金等价物	121,780	126,194	157,299	243,553	367,784

资产负债表

人民币百万元	FY23	FY24	FY25E	FY26E	FY27E
现金及现金等价物	59,794	57,768	88,872	175,127	299,357
应收款项	11,342	11,248	19,818	29,993	41,651
短期投资	157,415	273,792	377,010	459,585	525,645
其他流动资产	66,198	72,840	72,840	72,840	72,840
流动资产合计	294,750	415,648	558,541	737,544	939,493
固定资产	980	879	704	494	242
无形资产	21	19	(39)	(109)	(193)
其他非流动资产	52,327	88,488	88,429	88,359	88,275
非流动资产合计	53,328	89,386	89,094	88,744	88,323
资产总计	348,078	505,034	647,635	826,288	1,027,816
短期借款	-	5,410	-	-	-
应付账款	76,236	92,458	107,472	121,522	134,239
其他流动负债	76,665	90,555	94,083	98,271	103,070
流动负债合计	152,901	188,423	201,555	219,794	237,310
可转债	5,232	-	-	-	-
其他非流动负债	2,704	3,298	3,298	3,298	3,298
非流动负债合计	7,936	3,298	3,298	3,298	3,298
负债总计	160,837	191,721	204,853	223,092	240,608
股本溢价	107,293	117,829	127,829	139,246	152,236
保留盈利及其他	79,949	195,484	314,952	463,950	634,972
权益总额	187,242	313,313	442,781	603,196	787,208

主要财务比率

	FY23	FY24	FY25E	FY26E	FY27E
盈利增速					
营业收入增速	89.7%	59.0%	21.8%	18.7%	14.6%
毛利润增速	57.3%	53.9%	19.8%	19.9%	15.5%
经营利润增速	93.1%	84.7%	11.2%	32.3%	16.6%
净利润增速	90.3%	87.3%	6.3%	24.7%	14.8%
调整后净利润增速	71.8%	80.2%	5.8%	23.9%	14.7%
盈利能力比率					
毛利率	63.0%	60.9%	59.9%	60.5%	61.0%
经营利润率	23.7%	27.5%	25.1%	28.0%	28.5%
净利率	24.2%	28.5%	24.9%	26.2%	26.2%
调整后净利率	27.4%	31.1%	27.0%	28.2%	28.2%
每股指标（元）					
基本EPS	43.8	80.9	86.0	107.3	123.1
摊薄EPS	40.8	75.9	80.6	100.6	115.5
调整后EPS	46.2	82.6	87.4	108.3	124.2
每股指标增速					
基本EPS增速	75.7%	84.7%	6.3%	24.7%	14.8%
摊薄EPS增速	86.4%	86.0%	6.3%	24.7%	14.8%
调整后EPS增速	68.2%	78.9%	5.8%	23.9%	14.7%
估值（倍）					
调整后目标P/E			10.0	8.1	7.0
目标P/S			2.7	2.3	2.0
目标P/B			2.9	2.1	1.6

E=浦银国际预测

资料来源：Bloomberg、浦银国际预测

图表 2：浦银国际目标价：拼多多（PDD.US）

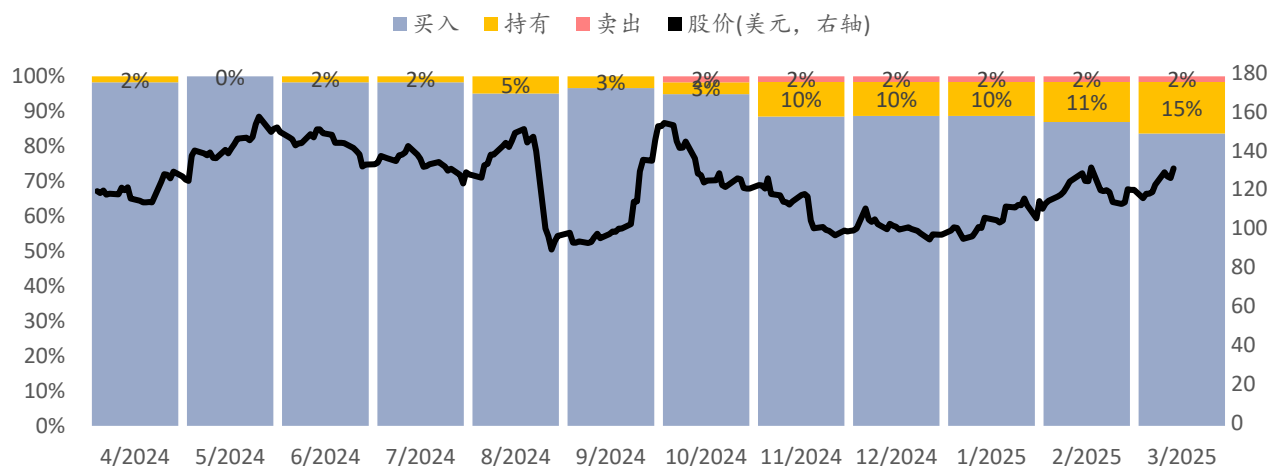


注：截至 2025 年 3 月 20 日收盘

资料来源：Bloomberg、浦银国际

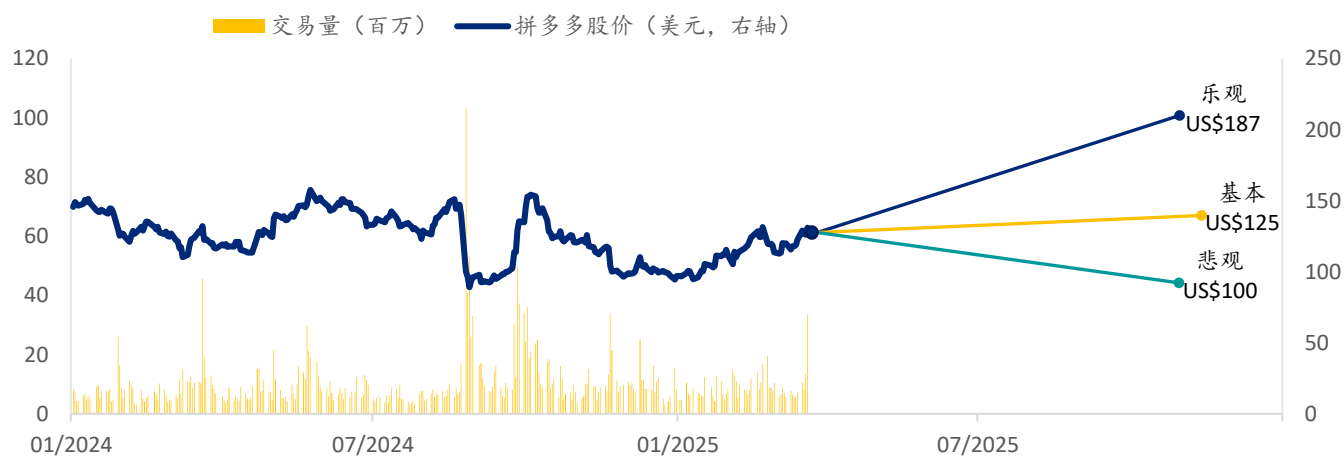
SPDBI 乐观与悲观情景假设

图表 3: 拼多多 (PDD.US) 市场普遍预期



资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 4: 拼多多 (PDD.US) SPDBI 情景假设



乐观情景: 公司收入利润好于预期	悲观情景: 公司收入利润弱于预期
目标价: 187 美元	目标价: 100 美元
概率: 20%	概率: 20%
- 国内电商收入增长超预期; - Temu 增长表现优于预期。	- 国内竞争加剧, 收入利润不及预期; - Temu 投入加大导致利润弱于预期; - 地缘政治风险。

资料来源: 浦银国际

图表 5：SPDBI 互联网行业覆盖公司

股票代码	公司	现价 (交易货币)	评级	目标价 (交易货币)	评级/目标价/预测 发布日期	行业
9988 HK Equity	阿里巴巴	130.70	持有	91.00	18/11/2024	电商
BABA US Equity	阿里巴巴	136.91	持有	94.00	18/11/2024	电商
9618 HK Equity	京东	162.90	买入	217.00	7/3/2025	电商
JD US Equity	京东	42.98	买入	56.00	7/3/2025	电商
PDD US Equity	拼多多	130.92	持有	125.00	21/3/2025	电商
VIPS US Equity	唯品会	16.64	持有	14.00	20/11/2024	电商
9878 HK Equity	汇通达	15.14	买入	36.00	3/4/2024	电商
9991 HK Equity	宝尊	8.08	持有	21.00	9/9/2022	电商
BZUN US Equity	宝尊	3.06	持有	8.00	9/9/2022	电商
700 HK Equity	腾讯	511.50	买入	700.00	20/3/2025	游戏、社交
NTES US Equity	网易	99.97	买入	118.00	24/2/2025	游戏
9999 HK Equity	网易	151.90	买入	184.00	24/2/2025	游戏
9626 HK Equity	哔哩哔哩	156.10	买入	177.00	21/1/2025	游戏、中视频
BILI US Equity	哔哩哔哩	20.15	买入	23.00	21/1/2025	游戏、中视频
777 HK Equity	网龙	11.82	买入	15.00	3/9/2024	游戏
2400 HK Equity	心动	37.45	买入	22.00	3/9/2024	游戏
799 HK Equity	IGG	4.15	买入	4.20	23/1/2025	游戏
1119 HK Equity	创梦天地	1.07	买入	3.70	17/10/2023	游戏
HUYA US Equity	虎牙	3.21	买入	4.00	13/11/2024	游戏直播
DOYU US Equity	斗鱼	7.97	持有	7.70	13/9/2024	游戏直播
3690 HK Equity	美团	167.60	买入	200.00	2/12/2024	本地生活服务
1024 HK Equity	快手	59.30	买入	55.00	21/11/2024	短视频
780 HK Equity	同程旅行	19.12	买入	18.00	21/8/2024	OTA
2013 HK Equity	微盟	2.30	买入	4.80	17/8/2023	SaaS
3888 HK Equity	金山软件	38.95	买入	36.00	22/11/2023	SaaS
600588 CH Equity	用友网络	15.81	买入	21.00	21/8/2023	SaaS
268 HK Equity	金蝶	13.44	买入	15.00	21/8/2023	SaaS
909 HK Equity	明源云	3.20	买入	28.00	14/12/2021	SaaS
8083 HK Equity	中国有赞	0.10	持有	1.20	12/8/2021	SaaS
SE US Equity	Sea	127.09	买入	165.00	5/3/2025	电商、游戏
U US Equity	Unity	21.03	买入	33.00	24/2/2025	软件
MSFT US Equity	Microsoft	386.84	买入	500.00	12/2/2025	软件
APP US Equity	AppLovin	306.74	买入	535.00	13/2/2025	广告
AMZN US Equity	Amazon	194.95	买入	282.00	12/2/2025	电商、云计算
GOOGL US Equity	Alphabet	162.80	买入	226.00	12/2/2025	广告、云计算
GOOG US Equity	Alphabet	165.05	买入	226.00	12/2/2025	广告、云计算
META US Equity	Meta	586.00	买入	892.00	12/2/2025	广告、社交
DUOL US Equity	Duolingo	306.17	买入	380.00	4/3/2025	教育
SPOT US Equity	Spotify	594.55	买入	700.00	6/2/2025	在线音乐
TME US Equity	腾讯音乐	14.28	买入	18.00	19/3/2025	在线音乐
1698 HK Equity	腾讯音乐	55.95	买入	70.00	19/3/2025	在线音乐
9899 HK Equity	网易云音乐	151.20	买入	190.00	26/2/2025	在线音乐

注：港股、A股收盘价截至2025年3月21日，美股收盘价截至3月20日；资料来源：Bloomberg、浦银国际

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），表示及保证其根据下述的条件下有权获得本报告，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。

本报告是由从事证券及期货条例(香港法例第 571 章)中第一类(证券交易)及第四类(就证券提供意见)受规管活动之持牌法国－浦银国际证券有限公司（统称“浦银国际证券”）利用集团信息及其他公开信息编制而成。所有资料均搜集自被认为是可靠的来源，但并不保证数据之准确性、可信性及完整性，亦不会因资料引致的任何损失承担任何责任。报告中的资料来源除非另有说明，否则信息均来自本集团。本报告的内容涉及到保密数据，所以仅供阁下为其自身利益而使用。除了阁下以及受聘向阁下提供咨询意见的人士（其同意将本材料保密并受本免责声明中所述限制约束）之外，本报告分发给任何人均属未经授权的行为。

任何人不得将本报告内任何信息用于其他目的。本报告仅是为提供信息而准备的，不得被解释为是一项关于购买或者出售任何证券或相关金融工具的要约邀请或者要约。阁下不应将本报告内容解释为法律、税务、会计或投资事项的专业意见或为任何推荐，阁下应当就本报告所述的任何交易涉及的法律及相关事项咨询其自己的法律顾问和财务顾问的意见。本报告内的信息及意见乃于文件注明日期作出，日后可作修改而不另通知，亦不一定会更新以反映文件日期之后发生的进展。本报告并未包含公司可能要求的所有信息，阁下不应仅仅依据本报告中的信息而作出投资、撤资或其他财务方面的任何决策或行动。除关于历史数据的陈述外，本报告可能包含前瞻性的陈述，牵涉多种风险和不确定性，该等前瞻性陈述可基于一些假设，受限于重大风险和不确定性。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映浦银国际证券的立场。浦银国际控股有限公司及其联属公司、关联公司（统称“浦银国际”）及/或其董事及/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。浦银国际或其任何董事及/或雇员对投资者因使用本报告或依赖其所载信息而引起的一切可能损失，概不承担任何法律责任。

浦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。

美国

浦银国际不是美国注册经纪商和美国金融业监管局(FINRA)的注册会员。浦银国际证券的分析师不具有美国金融监管局(FINRA)分析师的注册资格。因此，浦银国际证券不受美国就有关研究报告准备和分析师独立性规则的约束。

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易，都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

英国

本报告并非由英国 2000 年金融服务与市场法(经修订)(「FSMA」)第 21 条所界定之认可人士发布,而本报告亦未经其批准。因此，本报告不会向英国公众人士派发，亦不得向公众人士传递。本报告仅提供给合格投资者(按照金融服务及市场法的涵义)，即(i)按照 2000 年金融服务及市场法 2005 年(金融推广)命令(「命令」)第 19(5)条定义在投资方面拥有专业经验之投资专业人士或(ii)属于命令第 49(2)(a)至(d)条范围之高净值实体或(iii)其他可能合法与之沟通的人士(所有该等人士统称为「有关人士」)。不属于有关人士的任何机构和个人不得遵照或倚赖本报告或其任何内容行事。

本报告的版权仅为浦银国际证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用，浦银国际证券对任何第三方的该等行为保留追述权利，并且对第三方未经授权行为不承担任何责任。

权益披露

- 1) 浦银国际并没有持有本报告所述公司逾 1%的财务权益。
- 2) 浦银国际跟本报告所述公司（创梦天地 1119.HK）在过去 12 个月内有投资银行业务的关系。
- 3) 浦银国际并没有跟本报告所述公司为其证券进行庄家活动。

评级定义

证券评级定义：

“买入”：未来 12 个月，预期个股表现超过同期其所属的行业指数

“持有”：未来 12 个月，预期个股表现与同期所属的行业指数持平

“卖出”：未来 12 个月，预期个股表现逊于同期其所属的行业指数

行业评级定义（相对于 MSCI 中国指数）：

“超配”：未来 12 个月优于 MSCI 中国 10%或以上

“标配”：未来 12 个月优于/劣于 MSCI 中国少于 10%

“低配”：未来 12 个月劣于 MSCI 中国超过 10%

分析师证明

本报告作者谨此声明：(i) 本报告发表的所有观点均正确地反映作者有关任何及所有提及的证券或发行人的个人观点，并以独立方式撰写；(ii) 其报酬没有任何部分曾经，是或将会直接或间接与本报告发表的特定建议或观点有关；(iii) 该等作者没有获得与所提及的证券或发行人相关且可能影响该等建议的内幕信息 / 非公开的价格敏感数据。

本报告作者进一步确定 (i) 他们或其各自的关联人士（定义见证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则）没有在本报告发行日期之前的 30 个历日内曾买卖或交易过本报告所提述的股票，或在本报告发布后 3 个工作日（定义见《证券及期货条例》（香港法例第 571 章））内将买卖或交易本文所提述的股票；(ii) 他们或其各自的关联人士并非本报告提述的任何公司的雇员；及 (iii) 他们或其各自的关联人士没有拥有本报告提述的证券的任何金融利益。

浦银国际证券机构销售团队

杨增希

essie_yang@spdbi.com

852-2808 6469

浦银国际证券财富管理团队

王玥

emily_wang@spdbi.com

852-2808 6468

浦银国际证券有限公司

SPDB International Securities Limited

网站：www.spdbi.com

地址：香港轩尼诗道 1 号浦发银行大厦 33 楼

