

互联网	收盘价 美元 102.98	目标价 美元 135.00↓	潜在涨幅 +31.1%
-----	------------------	-------------------	----------------

2025 年 5 月 28 日

拼多多 (PDD US)

业绩不及预期，2 季度利润或仍将承压；下调目标价

2025 年 1 季度业绩不及预期，收入及毛利低于预期主因关税不确定性对 TEMU 的影响令美区全托管 GMV 收缩及短期物流成本上升，内地电商广告收入增速符合预期，调整后净利润低于预期主因内地电商加大补贴应对国补政策下公司的不利形势。我们预计 2 季度上述因素持续，利润继续呈下降趋势。我们下调 2025 年收入/利润预测 9%/25%，预计商家扶持计划对主站变现、TEMU 短期战略调整对利润的拖累或在 2026 年得到缓释，利润恢复至常态化水平，我们基于 2026 年 10 倍市盈率，目标价从 165 美元下调至 135 美元，看好中长期业务恢复常态化运营后的盈利能力，维持买入。

- ⊕ **2025 年 1 季度业绩不及预期。**收入同比增 10%至 957 亿元（人民币，下同），低于我们/彭博一致预期 9%/6%，其中，广告/佣金收入分别增 15%/6%，广告收入基本符合 Visible Alpha（VA）一致预期，佣金收入较 VA 一致预期低 16%。调整后净利润 169 亿元，同比跌 45%，较我们/彭博一致预期低 41%/39%，因收入降速及公司在平台生态建设增加资源投入。
- ⊕ **千亿扶持战略促进长期高质量发展。**供给侧，持续为商家降本减负，拓展帮扶范围至中小商家，助力产业带全面升级；消费侧，投入 100 亿消费券对全品类商品超额补贴，平台直补模式对标国补力度激发消费需求。**TEMU 进展：**4 月底在美国推出 Y2 半托管模式，商家发货至海外仓后使用平台面单进行尾程配送，对卖家包括物流/清关等运营经验有更高要求。

盈利预测变动

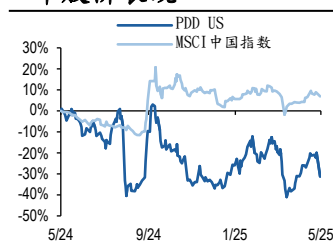
人民币百万	2025E			2026E			2027E		
	新预测	前预测	变动	新预测	前预测	变动	新预测	前预测	变动
营业收入	449,833	496,414	-9.4%	556,012	605,783	-8.2%	630,388	706,020	-10.7%
线上营销服务	225,756	225,266	0.2%	249,670	249,129	0.2%	270,856	270,270	0.2%
佣金	224,077	271,148	-17.4%	306,342	356,655	-14.1%	359,532	435,749	-17.5%
毛利	279,167	310,215	-10.0%	369,639	404,796	-8.7%	414,306	475,371	-12.8%
毛利率	62.1%	62.5%	-0.4ppts	66.5%	66.8%	-0.3ppts	65.7%	67.3%	-1.6ppts
经调整营销费用	153,067	153,849	-0.5%	187,530	185,639	1.0%	205,694	205,296	0.2%
经调整营销费用占收比	34.0%	31.0%	3.0ppts	33.7%	30.6%	3.1ppts	32.6%	29.1%	3.6ppts
经调整运营利润	110,649	141,370	-21.7%	166,671	204,484	-18.5%	192,695	255,301	-24.5%
经调整运营利润率	24.6%	28.5%	-3.9ppts	30.0%	33.8%	-3.8ppts	30.6%	36.2%	-5.6ppts
经调整净利润	104,826	140,564	-25.4%	154,445	194,548	-20.6%	176,805	238,065	-25.7%
经调整净利率	23.3%	28.3%	-5.0ppts	27.8%	32.1%	-4.3ppts	28.0%	33.7%	-5.7ppts

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)	154.27
52周低位 (美元)	88.35
市值 (百万美元)	146,195
日均成交量 (百万)	50.92
年初至今变化 (%)	6.18
200天平均价 (美元)	109.55

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

图表 1: 2025 年 1 季度业绩概览

(百万人民币) 年结 12 月 31 日	1Q24	4Q24	1Q25	环比 (%)	同比 (%)	交银国际 预测	差异 (%)	VA 预测	差异 (%)
收入	86,812	110,610	95,672	-14	10	105,443	-9	103,939	-8
<u>彭博一致预测</u>			<u>101,600</u>						
线上营销服务	42,456	57,011	48,722	-15	15	48,232	1	48,188	1
佣金	44,356	53,599	46,950	-12	6	57,211	-18	56,009	-16
营业成本	(32,695)	(47,798)	(40,947)	-14	25	(43,192)	-5	(43,621)	-6
毛利	54,117	62,812	54,725	-13	1	62,251	-12	60,319	-9
毛利率 (%)	62	57	57			59		58	
运营开支	(28,144)	(37,220)	(38,640)	4	37	(36,934)	5	(35,473)	9
营销	(23,411)	(31,357)	(33,403)	7	43	(31,627)	6	(29,816)	12
一般及行政	(1,823)	(2,085)	(1,659)	-20	-9	(1,748)	-5	(2,103)	-21
研发	(2,910)	(3,777)	(3,578)	-5	23	(3,560)	1	(3,554)	1
占收入比例									
营销 (%)	-27	-28	-35			-30		-29	
一般及行政 (%)	-2	-2	-2			-2		-2	
研发 (%)	-3	-3	-4			-3		-3	
运营利润	25,974	25,592	16,086	-37	-38	25,316	-36	24,846	-35
经调整运营利润	28,552	27,996	18,260	-35	-36	27,583	-34	27,396	-33
经调整运营利润率 (%)	33	25	19			26		26	
经调整普通股股东应占利润	30,601	29,851	16,916	-43	-45	28,507	-41	27,878	-39
<u>彭博一致预测</u>			<u>27,884</u>						
经调整净利润率 (%)	35	27	18			27			
经调整摊薄每股盈利 (元)	20.7	20.2	11.4	-43	-45	19.2	-41	18.69	-39
<u>彭博一致预测</u>			<u>19.1</u>						

资料来源：公司资料，彭博，Visible Alpha，交银国际预测

图表 2: 2025 年 2 季度损益表预测

(百万人民币)									
年结 12 月 31 日	2Q24	1Q25	2Q25E	环比 (%)	同比 (%)	2024	2025E	2026E	2027E
收入	97,060	95,672	107,431	12	11	393,836	449,833	556,012	630,388
<u>彭博一致预测</u>			<u>112,577</u>				<u>470,136</u>	<u>553,497</u>	<u>628,458</u>
线上营销服务	49,116	48,722	55,807	15	14	197,934	225,756	249,670	270,856
佣金	47,944	46,950	51,624	10	8	195,902	224,077	306,342	359,532
营业成本	(33,698)	(40,947)	(41,484)	1	23	(153,900)	(170,666)	(186,373)	(216,081)
毛利	63,361	54,725	65,947	21	4	239,936	279,167	369,639	414,306
毛利率 (%)	65	57	61			61	62	66	66
运营开支	(30,797)	(38,640)	(39,704)	3	29	(131,513)	(178,307)	(214,922)	(235,165)
营销	(26,049)	(33,403)	(34,289)	3	32	(111,301)	(156,184)	(191,422)	(210,107)
一般及行政	(1,839)	(1,659)	(1,977)	19	8	(7,553)	(7,612)	(8,404)	(9,012)
研发	(2,909)	(3,578)	(3,439)	-4	18	(12,659)	(14,512)	(15,096)	(16,047)
占收入比例									
营销 (%)	-27	-35	-32			-28	-35	-34	-33
一般及行政 (%)	-2	-2	-2			-2	-2	-2	-1
研发 (%)	-3	-4	-3			-3	-3	-3	-3
运营利润	32,565	16,086	26,243	63	-19	108,423	100,860	154,717	179,141
经调整运营利润	34,987	18,260	28,553	56	-18	118,306	110,649	166,671	192,695
经调整运营利润率 (%)	36	19	27			30	25	30	31
经调整普通股股东应占利润	34,432	16,916	27,362	62	-21	122,343	104,826	154,445	176,805
<u>彭博一致预测</u>			<u>33,219</u>				<u>131,838</u>	<u>160,511</u>	<u>184,471</u>
经调整净利润率 (%)	35	18	25			31	23	28	28
经调整摊薄每股盈利 (元)	23.2	11.4	18.4	61	-21	82.7	70.3	102.2	116.7
<u>彭博一致预测</u>			<u>22.5</u>				<u>88.4</u>	<u>104.9</u>	<u>122.3</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	83.92	99.00	18.0%	2025 年 05 月 22 日	广告
IQ US	爱奇艺	买入	1.69	2.10	24.3%	2025 年 05 月 22 日	文娱内容
1024 HK	快手	买入	48.75	64.00	31.3%	2025 年 03 月 26 日	文娱内容
YY US	欢聚集团	买入	46.19	60.00	29.9%	2025 年 03 月 21 日	文娱内容
TME US	腾讯音乐	买入	17.91	17.00	-5.1%	2025 年 03 月 19 日	文娱内容
9899 HK	网易云音乐	买入	214.00	184.00	-14.0%	2025 年 02 月 25 日	文娱内容
BILI US	哔哩哔哩	买入	19.43	26.00	33.8%	2025 年 02 月 21 日	文娱内容
MOMO US	挚文集团	中性	6.06	7.20	18.8%	2025 年 03 月 14 日	文娱内容
772 HK	阅文集团	中性	27.60	28.00	1.4%	2025 年 03 月 04 日	文娱内容
PDD US	拼多多	买入	102.98	135.00	31.1%	2025 年 05 月 28 日	电商
JD US	京东	买入	32.54	50.00	53.7%	2025 年 05 月 14 日	电商
BABA US	阿里巴巴	买入	119.52	165.00	38.1%	2025 年 02 月 21 日	电商
1797 HK	东方甄选	中性	12.86	15.60	21.3%	2025 年 01 月 22 日	电商
GOTU US	高途	买入	3.65	4.80	31.5%	2025 年 05 月 16 日	教育
9901 HK	新东方教育科技	买入	37.35	46.00	23.2%	2025 年 03 月 31 日	教育
DAO US	有道	买入	8.95	12.00	34.1%	2025 年 02 月 21 日	教育
TAL US	好未来教育	买入	10.17	13.30	30.8%	2025 年 01 月 24 日	教育
NTES US	网易	买入	124.29	143.00	15.1%	2025 年 05 月 16 日	游戏
700 HK	腾讯控股	买入	512.00	604.00	18.0%	2025 年 05 月 15 日	游戏
3888 HK	金山软件	买入	38.55	50.00	29.7%	2025 年 03 月 20 日	游戏
777 HK	网龙网络	中性	9.66	10.20	5.6%	2025 年 04 月 02 日	游戏
3690 HK	美团	买入	132.10	165.00	24.9%	2025 年 05 月 27 日	本地生活
9690 HK	途虎	买入	18.62	21.00	12.8%	2025 年 03 月 21 日	本地生活
2618 HK	京东物流	买入	11.82	18.50	56.5%	2025 年 03 月 07 日	物流
9699 HK	顺丰同城	买入	12.00	13.50	12.5%	2024 年 07 月 12 日	物流
DADA US	达达集团	中性	2.04	1.40	-31.4%	2024 年 11 月 14 日	物流
9878 HK	汇通达网络	买入	17.96	21.00	16.9%	2025 年 03 月 28 日	商户服务
9923 HK	移卡	中性	7.44	9.60	29.0%	2025 年 03 月 28 日	商户服务
9961 HK	携程集团	买入	486.00	591.00	21.6%	2025 年 05 月 21 日	在线旅行社
780 HK	同程旅行	买入	21.85	25.50	16.7%	2025 年 04 月 16 日	在线旅行社
6682 HK	第四范式	买入	46.35	64.00	38.1%	2025 年 03 月 10 日	软件

资料来源: FactSet, 交银国际预测 *截至 2025 年 5 月 28 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	449,833	556,012	630,388
主营业务成本	(91,724)	(153,900)	(170,666)	(186,373)	(216,081)
毛利	155,916	239,936	279,167	369,639	414,306
销售及管理费用	(86,264)	(118,854)	(163,795)	(199,826)	(219,118)
研发费用	(10,952)	(12,659)	(14,512)	(15,096)	(16,047)
其他经营净收入/费用	0	0	0	0	0
经营利润	58,699	108,423	100,860	154,717	179,141
Non-GAAP标准下的经营利润	65,778	118,306	110,649	166,671	192,695
财务成本净额	10,194	20,553	823	800	800
其他非经营净收入/费用	2,984	3,725	12,004	12,120	12,120
税前利润	71,876	132,701	113,688	167,637	192,061
税费	(11,850)	(20,267)	(18,651)	(25,145)	(28,809)
非控股权益	0	0	0	0	0
净利润	60,027	112,434	95,037	142,491	163,252
作每股收益计算的净利润	60,027	112,434	95,037	142,491	163,252
Non-GAAP标准的净利润	67,899	122,343	104,826	154,445	176,805

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	162,119	245,308	312,234
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	14,431	17,463	18,610
其他流动资产	4,213	4,413	5,065	5,896	6,104
总流动资产	294,750	415,648	482,786	599,955	701,365
投资物业	0	0	0	0	0
物业、厂房及设备	980	879	1,737	1,967	2,162
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	108,653	130,316	156,086
总资产	348,078	505,034	591,438	730,271	857,451
应付账款	78,381	95,405	98,958	101,105	104,574
其他短期负债	74,520	93,018	95,068	105,620	117,390
总流动负债	152,901	188,423	194,026	206,725	221,964
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	194,026	206,725	221,964
股本	107,293	117,829	107,129	90,772	39,461
储备及其他资本项目	79,948	195,484	290,283	432,774	596,026
股东权益	187,242	313,313	397,412	523,546	635,487
记作权益的金融工具	0	0	0	0	0
总权益	187,242	313,313	397,412	523,546	635,487

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	113,688	167,637	192,061
折旧及摊销	786	709	333	565	706
营运资本变动	26,456	6,663	9,185	8,836	13,883
利息调整	(1,355)	(2,827)	(823)	(800)	(800)
税费	(11,850)	(20,267)	(18,651)	(25,145)	(28,809)
其他经营活动现金流	8,248	4,951	10,612	12,754	13,553
经营活动现金流	94,163	121,929	114,343	163,846	190,595
资本开支	(583)	(967)	(990)	(490)	(490)
投资活动	(41,866)	(106,832)	(67,379)	(70,117)	(113,129)
其他投资活动现金流	(12,982)	(10,557)	(10,000)	(10,000)	(10,000)
投资活动现金流	(55,431)	(118,356)	(78,369)	(80,607)	(123,619)
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	162,119	245,308
年末现金	121,780	126,194	162,119	245,308	312,234

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	66.485	93.165	105.022
全面摊薄每股收益	40.988	76.008	63.758	94.329	107.716
Non-GAAP标准下的每股收益	46.364	82.707	70.325	102.242	116.658
每股账面值	127.855	211.808	266.616	346.586	419.303
利润率分析(%)					
毛利率	63.0	60.9	62.1	66.5	65.7
EBITDA利润率	24.0	27.7	22.5	27.9	28.5
EBIT利润率	23.7	27.5	22.4	27.8	28.4
净利率	24.2	28.5	21.1	25.6	25.9
利润率分析(%) - Non-GAAP标准					
毛利率	63.0	60.9	62.1	66.5	65.7
EBITDA利润率	26.9	30.2	24.7	30.1	30.7
经营利润率	26.6	30.0	24.6	30.0	30.6
净利率	27.4	31.1	23.3	27.8	28.0
盈利能力(%)					
ROA	20.5	26.4	17.3	21.6	20.6
ROE	39.4	44.9	26.7	30.9	28.2
ROIC	32.0	36.4	24.1	28.6	26.3
其他					
流动比率	1.9	2.2	2.5	2.9	3.2
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	2.4	2.4	2.4	2.4

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、汉有机控股有限公司、上海小南国控股有限公司、Sincere Watch (Hong Kong) Limited、天津建设发展集团股份有限公司、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、北京赛目科技股份有限公司、滴普科技股份有限公司、Mirxes Holding Company Limited及山东快驴科技发展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。