

拼多多 (PDD.O) 2025Q1 财报点评

加大商户扶持利润承压,看好长期生态价值及海外成长空间

拼多多发布 2025Q1 业绩, Q1 公司营业收入 956.7 亿元, YOY+10%, Non-GAAP 归母净利润 169 亿元, YOY-45%。本季度公司加大商户扶持+国补额外投入+海外关税政策变化影响下利润低于预期, 后续千亿扶持计划下预计盈利中短期将持续承压, 长期看平台对于健康商家生态的有效投资有望带来长期价值; TEMU 受关税政策影响短期增长承压, 长期仍看好全球市场成长及盈利空间, 维持“强烈推荐”。

□广告收入增长稳健, 千亿扶持政策及半托管占比提升影响佣金收入。25Q1 公司实现总收入 956.7 亿元, YOY+10%; 广告收入 487 亿元, YOY+15% (一致预期+17.7%); 佣金收入 469.5 亿元, YOY+6% (一致预期+22.3%), 广告收入增速相对保持稳健, 佣金收入增长放缓, 主要由于国内主站推出百亿减免等商户扶持举措, 以及海外业务受关税政策影响, 低毛利率的半托管模式占比提升速度加快导致佣金贡献有所减弱。展望后续, 公司进一步推出千亿扶持计划, 预计未来三年拟投入资金、流量等资源超过 1000 亿元人民币, 主要用于加大对中小商家的帮扶和补贴力度, 从而加码高质量电商生态建设, 预计这也将对后续季度的佣金收入带来一定压力。长期看, 公司持续坚持高质量发展战略, 营造健康商家生态, 有望助力平台长期可持续增长。

□加大商户扶持+国补额外投入+海外关税政策变化影响下利润低于预期, 后续千亿扶持计划下预计盈利将持续承压, 长期看商家生态投资有望带来持续性价值。25Q1 毛利率为 57%, 同比下降 5pct; 销售费用/管理费用/研发费用分别为 334/ 17/ 36 亿元, 费用率分别为 34.9%/1.7%/3.7%, 同比 +7.9pct/-0.4pct/+0.4pct; Non-GAAP 归母净利润 169 亿元, YOY-45% (彭博一致预期-8.9%), 利润大幅低于预期, 主要由于: 1) 拼多多相比友商在国补政策受益方面处于劣势, 平台开展额外投入导致补贴加大; 2) 针对商家推出百亿减免、千亿扶持计划, 投入大量资金及流量补贴对主站盈利造成一定影响; 3) 海外业务受关税政策变化影响导致关税及履约成本增加, 部分地区和商家因缺乏快速有效调整能力而导致收入及利润承压。展望后续, 公司表示将对商家的扶持计划视为长期投资, 中短期预计将对盈利能力造成压力, 长期看平台对于健康商家生态的有效投资有望带来长期价值。

□Temu 受关税政策影响暂停美国全托管业务短期影响 GMV 规模, 长期看好成长及盈利空间。2 月以来关税争端对 Temu 海外业务造成一定影响, 5 月起 TEMU 暂停美国全托管业务, 未来美国站商品将由本地/本地仓卖家负责履约、从美国本土发货, 从而避免平台承担额外进口关税及运输成本, 整体半托管占比将持续提升。短期看, 关税政策影响下 TEMU 美国市场规模将进一步降低, 长期看 TEMU 全球市场稳步扩张增长潜力及盈利空间依然广阔。

□投资建议: 中短期来看受国内千亿扶持计划加大补贴力度、海外关税政策影响, 公司利润预计承压, 长期看平台对于健康商家生态的有效投资有望带来长期价值, 以及看好全球市场长期成长及盈利空间。我们预计 2025-2027 年拼多多 Non-GAAP 归母净利润分别为 1130/ 1581/ 1791 亿元, 同比-8%/ +40%/ +13%, 给予 2025 年 nongaap 归母净利润 10-12 倍 PE, 对应目标价 113-134 美元/股, 维持“强烈推荐”。

□风险提示: 宏观经济风险; 行业竞争加剧; 海外政策风险。

财务数据与估值

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
主营收入(百万元)	247639	393836	455799	522762	572604
同比增长	90%	59%	16%	15%	10%
NON-GAAP 净利润(百万元)	67899	122344	112979	158101	179099
同比增长	72%	80%	-8%	40%	13%
每股收益(NON-GAAP)	6.70	12.07	11.14	15.59	17.66
P/E (NON-GAAP)	14.9	8.3	9.0	6.4	5.7

强烈推荐 (维持)

消费品/商业

目标价: 113-134 美元

当前股价: 101 美元

基础数据

总股本 (万股)	567859
海外股 (万股)	567859
总市值 (亿美元)	1462
海外股市值 (亿美元)	1462
每股净资产 (美元)	8.09
ROE (TTM)	30.08
资产负债率	37.9%
主要股东	黄峥
主要股东持股比例	24.8%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-1.0	3.7	-34.6
相对表现	-4.8	-14.1	-53.6

资料来源: 公司数据、招商证券

相关报告

- 1、《拼多多 (PDD) 事件点评—亚马逊推出低价商店, 预计对 Temu 影响有限》2024-06-29
- 2、《拼多多 (PDD) 24Q1 财报点评—利润远超市场预期, TEMU 盈利在望》2024-05-23
- 3、《拼多多 (PDD) 23Q4 财报点评—收入及利润大超预期, Temu 彰显成长性及利润弹性》2024-03-21

丁浙川 S1090519070002

dingzhechuan@cmschina.com.cn

胡馨媛 研究助理

huxinyuan@cmschina.com.cn

资料来源：公司数据、招商证券

附：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	294749	415648	548072	680211	823880
现金及现金等价物	59794	57768	176963	299369	432333
交易性金融资产	0	0	0	0	0
其他短期投资	157415	273792	273792	273792	273792
应收账款及票据	0	0	0	0	0
其它应收款	11342	11248	13018	14319	15751
存货	0	0	0	0	0
其他流动资产	66198	72840	84300	92730	102003
非流动资产	53329	89386	90254	90230	90208
固定资产	981	879	1747	1723	1701
无形资产	21	19	19	19	19
其他	52327	88488	88488	88488	88488
资产总计	348078	505034	638327	770441	914088
流动负债	152900	188423	214095	235004	258005
短期借款	648	5310	5000	5000	5000
其他	152252	183113	209095	230004	253005
长期负债	7936	3298	8298	8298	8298
长期借款	5232	0	5000	5000	5000
其他	2704	3298	3298	3298	3298
负债合计	160836	191721	222393	243302	266303
储备	117771	187242	313313	415934	527138
少数股东权益	0	0	0	0	0
归属于母公司所有者权益	187242	313313	415934	527139	647786
负债及权益合计	348078	505034	638327	770441	914088

现金流量表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	94163	121929	95520	102572	113129
净利润	60027	112435	102621	111205	120647
折旧与摊销	786	709	131	174	171
营运资本变动	26456	6663	12752	11178	12295
其他非现金调整	6893	2123	(19984)	(19984)	(19984)
投资活动现金流	(55431)	(118356)	18985	19835	19835
资本性支出	(584)	(967)	(1000)	(150)	(150)
出售固定资产收到	0	1	1	1	1
投资增减	324025	418281	0	0	0
其它	130	35	19984	19984	19984
筹资活动现金流	(8961)	1	4690	0	0
债务增减	(8969)	(0)	4690	0	0
股本增减	0	0	0	0	0
股利支付	0	0	0	0	0
其它筹资	8	1	0	0	0
其它调整	0	0	0	0	0
汇率变动影响	(291)	840	0	0	0
现金净增加额	29479	4415	119195	122406	132964

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
总营业收入	247639	393836	455799	522762	572604
主营业务收入	247639	393836	455799	522762	572604
营业成本	91724	153900	175737	193310	212641
毛利	155915	239936	280062	308069	338876
营业支出	97217	131513	179074	196982	216680
营业利润	58698	108423	100988	111087	122195
利息支出	44	0	0	0	0
利息收入	10238	20553	15223	15223	15223
权益性投资损益	(5)	17	0	0	0
其他非经营性损益	2953	3120	4761	4761	4761
非经常项目损益	36	588	(242)	(242)	(242)
除税前利润	71876	132701	120730	130829	141938
所得税	11850	20267	18110	19624	21291
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属普通股股东净利润	60026	112434	102621	111205	120647
调整后归母净利润	67899	122344	112979	158101	179099
EPS (NON-GAAP)	6.70	12.07	11.14	15.59	17.66

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
年成长率					
营业收入	90%	59%	16%	15%	10%
营业利润	93%	85%	-7%	10%	10%
净利润	90%	87%	-9%	8%	8%
获利能力					
毛利率	63.0%	60.9%	61.4%	61.4%	61.4%
净利率	24.2%	28.5%	22.5%	22.2%	21.9%
ROE	32.1%	35.9%	24.7%	21.1%	18.6%
ROIC	31.1%	35.1%	24.1%	20.7%	18.4%
偿债能力					
资产负债率	46.2%	38.0%	34.8%	31.6%	29.1%
净负债比率	1.7%	1.1%	1.6%	1.3%	1.1%
流动比率	1.9	2.2	2.6	2.9	3.2
速动比率	1.9	2.2	2.6	2.9	3.2
营运能力					
资产周转率	0.7	0.8	0.7	0.7	0.6
应收帐款周转率	27.1	34.9	37.6	36.7	36.7
每股资料 (元)					
每股收益	6.70	12.07	11.14	15.59	17.66
每股经营现金	18.62	24.11	18.89	5.76	6.35
每股净资产	37.02	61.95	82.24	29.60	36.37
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
估值比率					
PE (NON-GAAP)	14.9	8.3	9.0	6.4	5.7

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制，仅对中国境内投资者发布，请您自行评估接收相关内容的适当性。本公司不会因您收到、阅读相关内容而视您为中国境内投资者。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。