

拼多多 (PDD.O)

2025Q1 财报点评：投入加大叠加关税影响，Q1 业绩承压

优于大市

核心观点

广告收入增长稳健，降佣及关税因素致交易服务承压。本季度公司营业收入 957 亿元，同比+10%，低于市场预期，分拆看主要是交易服务收入增速下滑导致。在线营销服务收入 487 亿元，同比+15%，反映出公司在国内市场 GMV 增速以及广告货币化率均保持稳健，继续在获取市场份额中。交易服务收入 470 亿元，同比+6%，增速呈现较大幅度的下滑，我们认为主要是 1) 平台生态建设过程中对商家降佣等让利行为的影响；2) TEMU 受到关税影响 GMV 增速放缓，以及在此背景下半托管模式占比提升。

国补相关投入加大，利润大幅低于预期。本季度公司毛利率为 57.2%，同比-5.1pct，下滑原因包括平台全额承担西部地区订单运费，以及高毛利的佣金占比下滑导致的毛利率结构性下降。费用端来看，研发和管理费用率都处于相对稳定水平，销售费用率达到了 34.9%，同比+7.9pct，我们认为主要是由于公司平台模式在国补方面较其他自营电商有相对劣势，目前区域的覆盖度仍有差距，需要自身承担相应补贴，同时 Q1 手机品类也纳入国补，考虑到手机品类为公司重要带电品类，在费用端带来的压力凸显。受此影响，本季度公司 non-GAAP 营业利润 183 亿元，同比-36%，non-GAAP OPM 为 19.1%，non-GAAP 净利润 169 亿，同比-45%，non-GAAP 净利润率为 18%，其中净利润的更大幅度下滑也受到利息收入大幅减少影响。

推出千亿扶持加码投入，盈利能力持续承压。展望后续，4 月公司开启千亿扶持计划，百补频道新增“百亿商家回馈计划”，（针对报名百补特定营销活动的商家，平台将发放 100 亿元优惠券），并且在百亿减免基础上大幅下调大家电、二手数码等类目的店铺保障金。此外，公司也将对日百品类按带电品类的国补幅度进行补贴。我们认为在此基础上，公司盈利能力在近期乃至较长的一段时间内都可能面临压力。

投资建议：公司牺牲短期利润专注长期生态建设发展，同时海外业务受到关税因素扰动，因此我们调整 2025-2027 年收入预测至 4329/4994/5622 亿元，调整幅度为-10%/-16%/-17%，主要反映关税对 TEMU GMV 增速的影响以及半托管占比提升的影响；non-GAAP 净利润 841/1076/1259 亿元，调整幅度为-35%/-34%/-32%，主要反映收入下滑，以及保持高投入状态的影响，对应当前 PE 为 12x/9x/8x，维持“优于大市”评级。

风险提示：美国关税等政策风险，新进入者竞争加剧等市场风险，宏观经济系统性风险等。

盈利预测和财务指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	247,639	393,836	432,875	499,356	562,190
(+/-%)	89.7%	59.0%	9.9%	15.4%	12.6%
净利润(百万元)-经调整	67899	122344	84083	107560	125895
(+/-%)	72%	80.2%	-31.3%	27.9%	17.0%
每股收益(元)-经调整	14.25	21.39	15.35	19.63	22.98
EBIT Margin	40.6%	43.5%	18.4%	21.6%	23.8%
净资产收益率 (ROE)	32.1%	35.9%	19.0%	19.9%	19.0%
市盈率 (PE)	12.5	8.3	11.6	9.0	7.7
EV/EBITDA	2.8	2.6	8.3	9.6	12.4
市净率 (PB)	4.52	3.24	2.51	2.01	1.63

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究 · 海外公司财报点评

互联网 · 互联网 II

证券分析师：张伦可 0755-81982651 zhanglunke@guosen.com.cn S0980521120004
 证券分析师：王颖婕 0755-81983057 wangyingjie1@guosen.com.cn S0980525020001

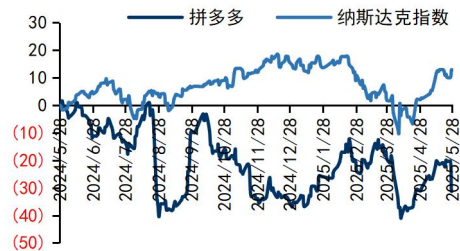
证券分析师：张昊晨

zhanghaochen1@guosen.com.cn
 S0980525010001

基础数据

投资评级 优于大市(维持)
 合理估值
 收盘价 97.88 美元
 总市值/流通市值 1390/1390 亿美元
 52 周最高价/最低价 155.50/87.11 美元
 近 3 个月日均成交额 1173 百万美元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《拼多多 (PDD.O) -2024Q4 财报点评：利润表现好于预期，平台生态建设向收获期迈进》——2025-03-25
 《拼多多 (PDD.O) -短期投入夯实长期竞争力，海内外业务发展进入新阶段》——2025-03-10
 《拼多多 (PDD.O) -2024Q3 财报点评：公司加大商户佣金减免，受竞争影响未来利润承压》——2024-11-22
 《拼多多 (PDD.O) -2024Q2 财报点评：利润表现亮眼，公司将加大投入商家生态》——2024-08-27
 《拼多多 (PDD.O) -2024Q1 财报点评：主站保持高速增长，海外业务大幅减亏》——2024-05-23

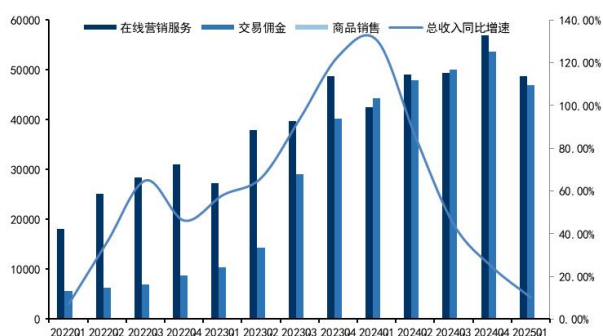
整体表现：投入加大叠加关税影响，Q1 业绩承压

广告收入增长稳健，降佣及关税因素致交易服务承压。本季度公司营业收入 957 亿元，同比+10%，低于市场预期，分拆看主要是交易服务收入增速下滑导致。在线营销服务收入 487 亿元，同比+15%，反映出公司在国内市场 GMV 增速以及广告货币化率均保持稳健，继续在获取市场份额中。交易服务收入 470 亿元，同比+6%，增速呈现较大幅度的下滑，我们认为主要是 1) 平台生态建设过程中对商家降佣等让利行为的影响；2) TEMU 受到关税影响 GMV 增速放缓，以及在此背景下半托管模式占比提升。

国补相关投入加大，利润大幅低于预期。本季度公司毛利率为 57.2%，同比-5.1pct，下滑原因包括平台全额承担西部地区订单运费，以及高毛利的佣金占比下滑导致的毛利率结构性下降。费用端来看，研发和管理费用率都处于相对稳定水平，销售费用率达到 34.9%，同比+7.9pct，我们认为主要是由于公司平台模式在国补方面较其他自营电商有相对劣势，目前区域的覆盖度仍有差距，需要自身承担相应补贴，同时 Q1 手机品类也纳入国补，考虑到手机品类为公司重要带电品类，在费用端带来的压力凸显。受此影响，本季度公司 non-GAAP 营业利润 183 亿元，同比-36%，non-GAAP OPM 为 19.1%，non-GAAP 净利润 169 亿，同比-45%，non-GAAP 净利润率为 18%，其中净利润的更大幅度下滑也受到利息收入大幅减少影响。

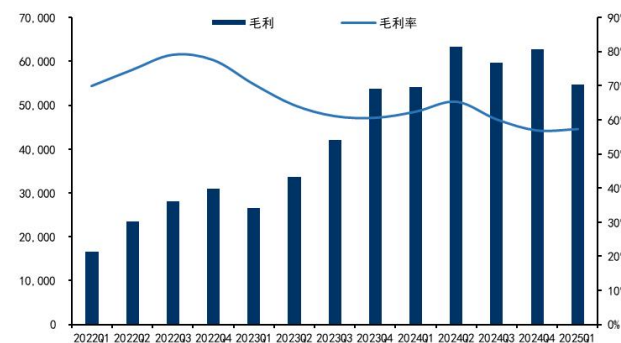
推出千亿扶持加码投入，盈利能力持续承压。展望后续，4 月公司开启千亿扶持计划，百补频道新增“百亿商家回馈计划”，（针对报名百补特定营销活动的商家，平台将发放 100 亿元优惠券），并且在百亿减免基础上大幅下调大家电、二手数码等类目的店铺保障金。此外，公司也将对日百品类按带电品类的国补幅度进行补贴。我们认为在此基础上，公司盈利能力在近期乃至较长的一段时间内都可能面临压力。

图1：拼多多季度分部营业收入及增速（百万元，%）



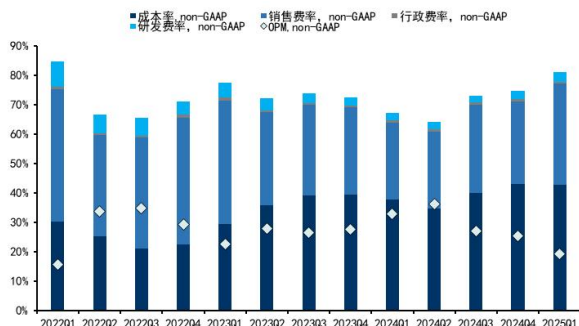
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：拼多多季度毛利及毛利率变化情况（百万元，%）



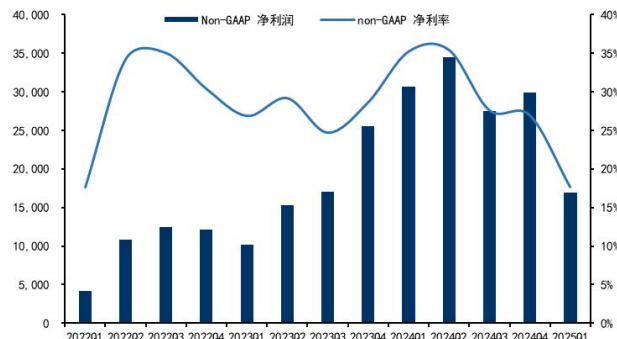
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3: 拼多多经调整各项费用率和 OPM 情况 (%)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4: 拼多多季度 Non-GAAP 净利润及净利率 (百万元, %)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

投资建议：维持“优于大市”评级

公司牺牲短期利润专注长期生态建设发展，同时海外业务受到关税因素扰动，因此我们调整 2025-2027 年收入预测至 4329/4994/5622 亿元，调整幅度为-10%/-16%/-17%，主要反映关税对 TEMU GMV 增速的影响以及半托管占比提升的影响；non-GAAP 净利润 841/1076/1259 亿元，调整幅度为-35%/-34%/-32%，主要反映收入下滑，以及保持高投入状态的影响，对应当前 PE 为 12x/9x/8x，维持“优于大市”评级。

风险提示

美国关税等政策风险，新进入者竞争加剧等市场风险，宏观经济系统性风险等。

财务预测与估值

资产负债表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E	利润表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	59794	57768	147242	60102	61304	营业收入	247639	393836	432875	499356	562190
应收款项	11342	12006	13197	15223	17139	营业成本	91724	153900	184958	208370	228968
存货净额	0	0	1012	1140	1253	营业税金及附加	0	0	0	0	0
其他流动资产	66198	72082	79227	91395	102895	销售费用	44802	54344	146478	158988	173371
流动资产合计	294750	415648	716883	996122	1623182	管理费用	10533	14350	21822	23982	25882
固定资产	980	879	6154	11427	16668	财务净开支	(10419)	(20625)	(8107)	(8107)	(4119)
无形资产及其他	21	19	65	105	139	投资收益	(5)	17	(36)	(36)	(36)
投资性房地产	52327	88488	88488	88488	88488	资产减值及公允价值变动	656	2221	4500	4500	4500
长期股权投资	0	0	0	0	0	其他收入	(39811)	(61993)	331	400	499
资产总计	348078	505034	811590	1096141	1728476	营业利润	71841	132113	92519	120987	143053
短期借款及交易性金融负债	649	5310	6615	148839	623526	营业外净收支	36	588	0	1	0
应付款项	0	51086	61331	69086	75895	利润总额	71876	132701	92519	120988	143053
其他流动负债	152252	132028	353062	391084	427873	所得税费用	11850	20267	19142	25033	29598
流动负债合计	152901	188423	421008	609009	1127295	少数股东损益	0	0	0	0	0
长期借款及应付债券	5232	0	0	0	0	归属于母公司净利润	60027	112435	73377	95956	113455
其他长期负债	2704	3298	3893	4487	5081	现金流量表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
长期负债合计	7936	3298	3893	4487	5081	净利润	60027	112435	73377	95956	113455
负债合计	160837	191721	424900	613496	1132376	资产减值准备	0	0	0	0	0
少数股东权益	0	0	0	0	0	折旧摊销	1495	0	196	256	347
股东权益	187242	313313	386690	482645	596100	折旧摊销	1495	0	196	256	347
负债和股东权益总计	348078	505034	811590	1096141	1728476	公允价值变动损失	(656)	(2221)	(4500)	(4500)	(4500)
关键财务与估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E	财务费用	(10419)	(20625)	(8107)	(8107)	(4119)
每股收益-经调整	14.25	21.39	15.35	19.63	22.98	营运资本变动	7704	(11253)	222527	32049	30664
每股红利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	其它	25593	22969	0	0	0
每股净资产	39.30	54.79	70.59	88.10	108.81	经营活动现金流	94163	121929	291599	123760	139966
ROIC	-9%	4%	10%	9%	9%	资本开支	0	(2121)	(1017)	(1068)	(1121)
ROE	32%	36%	19%	20%	19%	其它投资现金流	(42303)	(116376)	(202413)	(352056)	(612330)
毛利率	63%	61%	57%	58%	59%	投资活动现金流	(55431)	(118356)	(203430)	(353124)	(613451)
EBIT Margin	41%	43%	18%	22%	24%	权益性融资	0	0	0	0	0
EBITDA Margin	41%	43%	18%	22%	24%	负债净变化	3656	(5232)	0	0	0
收入增长	90%	59%	10%	15%	13%	支付股利	0	0	0	0	0
净利润增长率	90%	87%	-35%	31%	18%	其它融资现金流	1665	(7473)	1305	142224	474687
资产负债率	46%	38%	52%	56%	66%	融资活动现金流	(8961)	1	1305	142224	474687
股息率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	现金净变动	25468	(2026)	89474	(87140)	1202
P/E-经调整	12.5	8.3	11.6	9.0	7.7	货币资金的期初余额	34326	59794	57768	147242	60102
P/B	5	3	3	2	2	货币资金的期末余额	59794	57768	147242	60102	61304
EV/EBITDA	3	3	8	10	12	企业自由现金流	93197	131715	284852	116914	136158
						权益自由现金流	107032	136425	292483	265464	614008

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032