

2025Q1 财报点评：营销费用高增，利润超预期回落

核心观点

2025 年第一季度，拼多多实现营收 956.72 亿元，同比增长 10.21%，实现经调整净利润 169.16 亿元，同比下降 44.72%，收入和利润端均低于彭博一致预期。本季度收入端低预期主要受 Temu 名义货币化率下降拖累，利润端低预期主要受营销费用拖累。当前时点，相较于股东回报，市场更期待拼多多能出现类似困境反转的信号，或许是 AI，亦或是其他，来打破压制估值的桎梏，并且提升对于未来利润释放的预期。

事件

2025 年第一季度，拼多多实现营收 956.72 亿元，同比增长 10.21%，实现经调整净利润 169.16 亿元，同比下降 44.72%，收入和利润端均低于彭博一致预期。

简评

一季度业绩大幅低于预期。2025Q1 拼多多实现营收 956.72 亿元，同比增长 10.21%。其中，在线市场服务和其他实现收入 487.22 亿元，同比增长 14.8%，仍高于彭博一致预期；佣金收入 469.50 亿元，同比增长 5.8%，低于彭博一致预期。广告收入接近 mid-teens 增速，与淘系 CMR 增速差已显著收敛，一方面受多多主站 GMV 自然降速的影响，另一方面与两者货币化率上升节奏差异所导致的基数差异有关，但整体而言，本季度多多主站的 GMV 增速仍有韧性，广告货币化率的降幅也好于预期。佣金收入低预期的原因与前几个季度类似，更多是 Temu 的名义货币化率低预期，即半托管占比提升所致。期间费用方面，本季度营销费用激增，绝对额同比增加 100 亿，环比四季度行业旺季也有增长，直接导致本季度净利润大幅低于预期。考虑到 Temu 同比仍在减亏，预计营销费用攀升主要受国内投放加码的影响，一方面，tob 端的增量投放有部分冲抵收入，仍有部分或计入营销费用，但预计其在增量营销费用的占比较小；另一方面，toc 端的增量投放或许与国补跟价有关，在自然降速的大背景下，面临增长和利润的取舍，多多更多选择了保 topline。未来随着拼多多国补的逐步跟进，以及国补本身逐步退坡，多多营销费用拖累的情况可能缓解。其他拖累利润的原因还有投资净收益下滑，以及有效税率提升等影响，但都不是主要矛盾。

拼多多 (PDD.O)

维持

买入

崔世峰

cuishifeng@csc.com.cn

SAC 编号:S1440521100004

SFC 编号:BUI663

于伯韬

yubotao@csc.com.cn

SAC 编号:S1440520110001

SFC 编号:BRR519

发布日期：2025 年 05 月 29 日

当前股价：119.24 美元

目标价格 6 个月：147.64 美元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1 个月	3 个月	12 个月
21.25/6.30	-9.21/-5.18	-18.93/-30.45
12 月最高/最低价 (美元)		157.57/88.35
总股本 (万股)		141,964.65
流通股本 (万股)		141,964.65
总市值 (亿美元)		1,692.79
流通市值 (亿美元)		1,692.79
近 3 月日均成交量 (万)		1008.47
主要股东		
Zheng Huang		24.80%

股价表现



相关研究报告

【中信建投海外研究】拼多多 (PDD):2024Q4 财报点评：增速放缓，亟待破局
25.03.21

增速放缓，亟待破局。从 2024 年初至今，拼多多股价经历了较长时间的疲态，从估值回落到业绩下滑，尽管如此，当前时点公司估值相较 GMV 增速依然不贵，背后蕴含了对股东回报缺失、增长前景不确定等多种因素的考量。公司在手现金充足且仍在继续积累，但仍未有充足信号显示股东回报会在短期落地，在 AI 产业变革的大浪潮下，拼多多入局较晚，且投入并不激进。相较于股东回报，市场更期待拼多多能出现类似困境反转的信号，或许是 AI，亦或是其他，来打破压制估值的桎梏，并且提升对于未来利润释放的预期。拼多多拥有中国互联网 Tier1 的管理团队，我们相信公司在未来有望再次打造新的增长曲线。

盈利预测与估值：预计公司 2025-2026 年营业收入分别为 4273.42 亿元和 5042.74 亿元，同比增长 9% 和 18%，Non-GAAP 净利润分别为 901.51 亿元和 1159.51 亿元，同比增长 -26% 和 29%。维持“买入”评级，目标价 147.64 美元/ADS，对应 2026 年 13X PE。

风险提示：二季度业绩低预期；盈利预期持续下调；主站超预期降速；半托管发展不及预期；Temu 受到海外监管负面影响；Temu 名义货币化率低预期；宏观经济及社零增长疲弱；国内电商市场竞争加剧，来自淘宝京东的低价竞争；国内电商主业利润率低于预期；国补政策受益较小进而产生竞争劣势；Temu 减亏进度低预期；行业监管风险；其他 ESG 风险；股东回报低预期；美联储降息进程低预期；中美关系发展的不确定性；中概股退市风险。

表 1:拼多多盈利预测 (单位: 人民币百万元)

资产负债表	2023	2024	2025E	2026E	利润表	2023	2024	2025E	2026E
总流动资产	294,750	415,648	489,559	565,181	营业收入	247639	393836	427342	504274
总非流动资产	53,328	89,386	89,402	89,510	营业成本	-91724	-153900	-179483	-206752
总资产	348,078	505,034	578,961	654,692	毛利润	155916	239936	247858	297521
总流动负债	152,901	188,423	92,859	102,101	销售费用	-82189	-111301	-141023	-153803
总非流动负债	7,936	3,298	3,298	3,298	管理费用	-4076	-7553	-7478	-8068
总负债	160,837	191,721	96,157	105,399	研发费用	-10952	-12659	-13675	-15128
普通股股本	0	0	0	0	EBIT	58699	108423	85682	120521
储备	182,518	305,488	474,589	540,666	利息收入	10238	20553	10952	10952
库存股	0	0	0	0	汇兑净收益	36	588	0	0
其他综合性收益	4,724	7,825	8,216	8,627	利息支出	-44	0	0	0
归属母公司股东权益	187,242	313,313	482,804	549,293	其他收益/(支出)净额-非经营	2953	3120	7000	6000
少数股东权益	0	0	0	0	EBT	71881	132684	103634	137473
股东权益合计	187,242	313,313	482,804	549,293	应占股权投资损益	-5	17	6	12
总权益及负债	348,078	505,034	578,961	654,692	所得税	-11850	-20267	-23318	-31619
现金流量表					净利润(含少数股东权益)	60027	112435	80322	105866
经营活动所得现金净额	94,163	121,929	104,432	143,377	归属普通股股东净利润	60027	112435	80322	105866
投资活动所得现金净额	-55,431	-118,356	1,171	1,129	Non-GAAP 净利润	67899	122344	90151	115951
融资活动所得现金净额	-8,961	1	883	941					
汇率变动	-291	840	0	0	关键比率				
现金及现金等价物增加/减少净额	29,479	4,415	106,486	145,446	营业收入 YOY	90%	59%	9%	18%
年初的现金及现金等价物	92,300	121,780	126,194	232,680	Non-GAAP 净利润 YOY	72%	80%	-26%	29%
年末的现金及现金等价物	121,780	126,194	232,680	378,126	Non-GAAP 净利率	27.4%	31.1%	21.1%	23.0%

资料来源: Bloomberg, 中信建投证券

分析师介绍

崔世峰

海外研究首席分析师，南京大学硕士，8 年买方及卖方复合从业经历，专注于互联网及科技公司研究，擅长游戏行业研究。2022-2023 年新财富港股及海外最佳研究团队入围，2019-2020 年新财富传媒最佳研究团队第二名核心成员。

于伯韬

FRM，香港大学金融学硕士，7 年互联网及港股策略卖方从业经历，2024/2021/2020 年新财富港股及海外方向第五名，2022 年新浪金麒麟港股及海外市场最佳分析师第三名，2020 年新浪金麒麟港股及海外市场新锐分析师第一名。

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6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指数作为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数作为基准；美国市场以标普500指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15%以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15%以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10%以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：（i）以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，结论不受任何第三方的授意或影响。（ii）本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去12个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有，违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
朝阳区景辉街16号院1号楼18层
电话：（8610）56135088
联系人：李祉瑶
邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

上海
上海浦东新区浦东南路528号南塔2103室
电话：（8621）6882-1600
联系人：翁起帆
邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳
福田区福中三路与鹏程一路交汇处广电金融中心35楼
电话：（86755）8252-1369
联系人：曹莹
邮箱：caoying@csc.com.cn

中信建投（国际）

香港
中环交易广场2期18楼
电话：（852）3465-5600
联系人：刘泓麟
邮箱：charleneliu@csci.hk