

## 互联网电商

2025 年 05 月 29 日

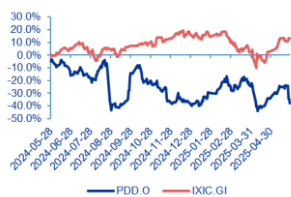
报告原因：有业绩公布需要点评

**买入**（维持）

市场数据：2025 年 5 月 29 日

收盘价（美元）	97.88
纳斯达克指数	19100.94
52 周最高/最低（美元）	160.00/87.11
美股市值（亿美元）	1390
流通股（亿股）	56.8
汇率（美元/人民币）	7.19

一年内股价与基准指数对比走势：



资料来源：Bloomberg

## 证券分析师

赵令伊 A0230518100003  
zhaoly2@swsresearch.com

## 联系人

李秀琳  
(8621)23297818×  
lixl2@swsresearch.com

申万宏源研究微信服务号

# 拼多多 (PDD)

——千亿扶持打造共赢生态，供给改革抵御外部冲击

## 投资要点：

- 据公司公告，拼多多 25Q1 实现营收 957 亿元（市场一致预期 1016 亿元），同比增长 10%，经营利润同比降低 38%至 161 亿元，Non-GAAP 归母净利润同比降低 45%至 169 亿元（市场一致预期 279 亿元），业绩表现不及预期。
- 商家千亿扶持计划落地，短期营收与利润承压。**25Q1 平台继续加大投入系统生态，为商家和消费者在不确定的外部环境中提供支持。据公司公告，交易服务收入同比增长 6%至 470 亿元（低于市场一致预期 542 亿元），线上营销服务收入同比增长 15%至 487 亿元（符合市场一致预期 480 亿元），我们预计在新质商家扶持计划不断加力升级的影响下，平台货币化率将短期承压。据晚点 Latepost 及新华网，25 年 4 月 3 日，拼多多商家权益保护委员会宣布推出“千亿扶持”计划，旨在未来三年内投入超 1000 亿元加码平台生态建设，助力中小商家穿越不确定的经济周期，成为继 24 年“百亿减免”等惠商举措以来资源投入力度空前的商家扶持战略。我们认为短期来看平台在业内竞争中份额提升已接近上限，此次下定决心牺牲短期利润推动供给侧新质转型与生态构建，将为更长周期的发展积蓄动能。
- 加大平台生态建设及技术投入，助推平台新质供给转型与长期高质量发展。**据公司公告，25Q1 公司毛利润为 547 亿元，同比增长 1%，毛利率同比下降 5.1pct 至 57.2%。25Q1 总运营费用为 386 亿元，占比收入为 40.4%，同比增加 8.0pct。25Q1 销售费用率为 34.9%，同比增加 7.9pct。管理费用率/研发费用率分别为 1.7%/3.7%，同比分别-0.4/+0.4pct。25Q1 研发费用达 35.8 亿元，同比增长 23.0%，继续保持快速增长，表明平台加大技术投入与科技赋能，推动平台生态高质量发展。大幅增加生态建设投入及促销广告活动支出影响下，25Q1 公司实现 Non-GAAP 归母净利润 169 亿元（低于市场一致预期 279 亿元），同比降低 45%，净利润率为 17.7%，同比下降 17.6pct。面对外部环境的高度不确定性与行业内更激烈的竞争，平台开始聚焦内部新质供给转型以及商家运营成本降低，通过千亿扶持计划等惠商战略的加大投入，打造多方共赢的健康生态，预计平台未来将继续加大生态建设投入力度，短期利润将延续下滑趋势，为长期高质量发展奠定基础。
- Temu 多元市场深耕+模式转型抵御关税冲击，618 大促政策优化改善用户体验。**受美国大幅加征关税及取消“小额豁免”政策影响，Temu 对美业务遭受较大冲击。面对突发外部风险平台积极应对，据 IngStart，4 月 27 日 Temu 推出美区半托管国内直发模式，降低商家海外仓备货压力并加速资金周转；同时加速布局欧洲等其他市场，通过本土化策略和物流系统优化提升用户体验抢占市场份额，截至目前德国用户数量已突破 1700 万，巴西站月活跃用户达到了 3900 万，成为多地 Top 级别的电商平台。我们认为，虽然当前国际形势仍存在较高不确定性，但 Temu 可以运用多元化市场出口、海外仓提前备货等方式规避部分风险，未来全球发展空间充足。据电商报，今年 618 平台放弃“全网最低价”价格限制，战略上由低价内卷转向价值竞争，释放商家压力并引导整体营商环境改善。同时平台进一步推出“降价补差”服务，为消费者在价保周期内返还降价金额，切实让利消费者。
- 维持“买入”评级。**公司继续加大平台生态投入，以规模空前的扶持政策支持平台商家健康成长，通过牺牲短期利润为长期高质量增长筑基。公司出海业务稳步扩张，积极应对关税波动风险，长期看市场份额仍具备提升空间。考虑到集团未来加大投入及海外不确定性风险，我们下调 25-27 年归母净利润预测至 1011/1386/1689 亿元（原值为 1312/1596/1820 亿元）。我们选择阿里巴巴、京东、美团为可比公司。其中阿里巴巴旗下运营淘宝、天猫等电商平台，FY25 营收 9963 亿元。京东为我国知名电商平台，24 年实现营收 11588 亿元。美团为国内知名即时零售平台，业务包括餐饮外卖、美团团购等，24 年实现营收 3376 亿元。综上所述，我们给予拼多多 25 年可比公司市值加权平均 PE 12 倍，对应目标市值 1741 亿美元，当前市值对应上行空间 25%，维持“买入”评级。
- 风险提示：**行业竞争加剧，海外拓展不及预期，终端消费不及预期。

## 财务数据及盈利预测

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	247639	393836	408400	439304	501347
同比增长率（%）	89.68	59.04	3.70	7.57	14.12
Non-GAAP 归母净利润（百万元）	67899	122318	101143	138565	168937
同比增长率（%）	72%	80%	-17%	37%	22%
调整后每股收益（元）	46.17	82.83	68.49	93.83	114.40
ROE（%）	44.5	48.9	27.4	27.7	25.3
市盈率（倍）	16.0	8.9	10.8	7.9	6.5
市净率（倍）	5.8	3.5	2.6	1.9	1.4

注：EPS 为 Non-GAAP 每股摊薄美国存托股收益

## Billion Yuan Merchant Support to build a healthy ecosystem; countering external risks through supply-side reforms

PDD reported FY1Q25 revenue of Rmb95.7bn (+10% YoY), below consensus estimates of Rmb101.6bn. Operating profit fell 38% YoY to Rmb16.1bn, while non-GAAP net profit dropped 45% YoY to Rmb16.9bn (vs. the consensus forecast of Rmb27.9bn), dragged down by aggressive ecosystem investments.

**Short-term profit pressure from Merchant Support Initiatives.** Transaction service revenue reached Rmb47.0bn (+6% YoY, below consensus of Rmb54.2bn), while online marketing revenue reached Rmb48.7bn (+15% YoY, in line with consensus). We expect that the monetization rate of the platform will be under short-term pressure due to the continuous strengthening and upgrading of the support plan for new quality merchants. According to Latepost and Xinhua, on 3 April 2025, the PDD Merchant Rights Protection Committee announced the launch of the Billion Yuan Merchant Support programme, aiming to invest over Rmb100bn in platform ecosystem construction in the next three years, helping small and medium-sized businesses overcome economic uncertainties. This becomes an unprecedented merchant support initiative since the launch of the "Billion Yuan Fee Reduction" and other merchant-support measures in 2024. As the platform's market share is approaching its upper limit in the short term, it determines to sacrifice short-term profits to promote the supply-side transformation and ecosystem construction, which will bring long-term growth momentum for the firm.

**Ecosystem and tech investments drive high-quality transition.** Gross profit edged up 1% YoY to Rmb54.7bn in 1Q25, with gross margin down 5.1ppt to 57.2%. Operating expenses surged to 40.4% of revenue (+8.0ppts YoY), driven by a high selling expense ratio of 34.9% (+7.9ppts YoY). The management expense and R&D expense ratios reached 1.7% (-0.4ppt YoY) and 3.7% (+0.4ppt YoY), respectively. R&D spending reached Rmb3.58bn (+23% YoY), maintaining rapid growth, which reflected the platform's increasing technological investment to promote high-quality ecosystem development. Affected by the significant increase in ecological construction investment and advertising activities, non-GAAP net margin plunged 17.6ppts YoY to 17.7%. Facing high uncertainty in the external environment and intensified competition within the industry, the platform began to focus on the transformation of internal supply chain transformation and the reduction of business operating costs. Through increased investment in merchant support strategies, the platform aims to create a healthy ecosystem that benefits all parties. We anticipate continued investments in ecological

construction, weighing short-term profitability. However, this will lay a solid foundation for long-term high-quality development.

**Temu expands to diversified markets; 18 June Promotion shifts to a value-centric model.** Due to the significant increase in tariffs and cancellation of the "small-value tax exemption" policy by the United States, Temu's business in the US has been greatly impacted. Yet the platform actively responded external risks. According to IngStart, on 27 April, Temu launched a semi custodial domestic direct delivery model in the US market, reducing the pressure of overseas warehousing for merchants and accelerating capital turnover. At the same time, it is accelerating layout in non-US markets, such as Europe, and improving user experience through localisation strategies and optimising logistics systems to seize market share. As of end-1Q25, the number of users in Germany has exceeded 17m, and the monthly active users in Brazil have reached 39m, making it a top tier e-commerce platform in multiple regions. Despite the uncertainties in international situation, we believe Temu can leverage its diversified market exports and overseas warehousing to avoid risks, and there is ample room for global development in the future. According to E-commerce News, PDD will abandoned the lowest-pricing strategy for this year's 18 June promotion campaign, and strategically shift to a value-centric model, which will relieve pressure on merchants and lead to overall business environment improvement. Meanwhile, it has launched the "price reduction and compensation" service, providing consumers with a refund during the price protection period.

**Maintain BUY.** The company continues to increase investment in the platform ecosystem, providing unprecedented merchant support policies, which laid a solid foundation for long-term high-quality growth despite short-term profitability pressure. The company's overseas business is expanding steadily, and is actively responding to tariff risks. Thus, we see room for improvement in market share in the long run. Considering uncertainties in overseas markets and the group's increasing investment, we lowered our net profit forecasts from Rmb131.2bn to Rmb101.1bn in 25E, from Rmb159.6bn to Rmb138.6bn in 26E, and from Rmb182.0bn to Rmb168.9bn in 27E. We selected Alibaba (BABA:US-BUY, a leading e-commerce platform operator, with FY25 revenue of Rmb996.3bn), JD (JD:US-BUY, a well-known Chinese e-commerce platform, achieving 24A revenue of Rmb1158.8bn), and Meituan (3690:HK-BUY, a leading domestic instant retail platform operating food delivery and Instashopping services, generating 24A revenue of Rmb337.6bn) as comparable companies. Based on their weighted average 25E P/E of 12x, we derive a target market cap of US\$174.1bn. With a 25% upside, we maintain our BUY rating.

**Risk.** Intensified competition, overseas expansion delays, weaker-than-expected consumption.

## 合并损益表

人民币百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	247,639	393,836	408,400	439,304	501,347
营业成本	-91,724	-153,900	-169,105	-152,148	-167,888
毛利润	155,916	239,936	239,295	287,155	333,459
其他收支	2,953	3,120	3,441	380	380
一般及管理费用	-4,076	-7,553	-6,447	-7,113	-7,520
营销费用	-82,189	-111,301	-116,838	-122,318	-130,350
调整后 EBITDA	68,002	118,476	110,946	154,213	187,958
调整后 EBIT	65,778	118,306	110,794	154,076	189,069
财务费用	10,194	20,553	11,129	12,691	14,791
税前利润	71,881	132,684	114,792	156,570	197,340
所得税费用	-11,850	-20,267	-23,574	-28,183	-35,521
Non-GAAP 归普净利润	67,899	122,318	101,143	138,565	168,937

资料来源：申万宏源研究



## 信息披露

### 证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，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，并对本报告的内容和观点负责。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。

### 与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 [compliance@swsresearch.com](mailto:compliance@swsresearch.com) 索取有关披露资料或登录 [www.swsresearch.com](http://www.swsresearch.com) 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

### 机构销售团队联系人

华东组	茅炯	021-33388488	<a href="mailto:maojiong@swhy.com">maojiong@swhy.com</a>
银行团队	李庆	021-33388245	<a href="mailto:liqing3@swhy.com">liqing3@swhy.com</a>
华北组	肖霞	010-66500628	<a href="mailto:xiaoxia@swhy.com">xiaoxia@swhy.com</a>
华南组	张晓卓	13724383669	<a href="mailto:zhangxiaozhuo@swhy.com">zhangxiaozhuo@swhy.com</a>
华东创新团队	朱晓艺	021-33388860	<a href="mailto:zhuxiaoyi@swhy.com">zhuxiaoyi@swhy.com</a>
华北创新团队	潘烨明	15201910123	<a href="mailto:panyeming@swhy.com">panyeming@swhy.com</a>

### 股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20% 以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5% 之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数

## 法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国境内（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的真实性、准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

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，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司强烈建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。