

Q1 业绩不及预期，短期调整不改长期竞争力

——拼多多 25Q1 季报点评

核心观点

- **公司发布 2025 年一季报，收入利润均不及预期。** 25Q1 实现收入 956.7 亿元，yoy+10.2%，低于彭博一致预期 1016.0 亿元（+17.0%）。实现 Non-GAAP 净利润 169.2 亿元，yoy-44.7%，大幅低于彭博一致预期 278.8 亿元（-8.9%），Non-GAAP 净利率 17.7%，同比-17.6pcts，彭博一致预期 27.4%。
- **广告收入表现良好，惠商政策投入增加叠加 Temu 业务调整佣金收入承压。** 收入拆分来看，25Q1 公司实现广告收入 487.2 亿元，yoy+14.8%，略高于彭博一致预期 479.9 亿元（+13.0%），由于广告收入主要由国内拼多多主站贡献，我们认为本季度公司国内电商 GMV 及 take rate 实际表现基本符合预期。25Q1 公司实现佣金收入 469.5 亿元，yoy+5.8%，明显低于彭博一致预期 542.3 亿元（+22.3%）。一方面公司自 24Q3 以来持续推进惠商政策，先后上线了“百亿减免”和“千亿扶持”活动对商家佣金和部分物流业务成本进行了减免，导致整体国内电商佣金规模下降。此外，海外电商 Temu 为应对关税战风险逐渐提升半托管业务占比，导致佣金收入的确认口径变窄（从商品收入变为销售佣金收入）使收入下滑。预计 Q2 随着千亿补贴投入加大，叠加关税战背景下 Temu 业务受到冲击，佣金收入承压趋势短期仍难以缓解。我们仍长期看好 Temu 在海外的供应链与价格力优势，短期政策冲击并不会对中长期 Temu 的业务扩张有明显影响。
- **维持价格力补贴力度加大，成本与销售费用均有增长。** 25Q1 公司毛利率为 57.2%，同比-5.1pcts，Q1 销售/管理/研发费率为 34.9%/1.7%/3.7%，yoy+7.9/-0.4/+0.3pcts。24Q4 国补政策实施以来，公司为了弥补国补供给劣势主动加大了政策覆盖品类的补贴力度，导致毛利率中枢明显下滑，同时 Q1 亦加大了营销投入以维持国内电商的增长。我们预计随着国补覆盖率持续提升，国补需求释放渐近完成，短期政策冲击影响不改拼多多性价比领先的核心竞争力，预计随着国补供给拉平叠加需求释放完成，国内主站毛利率与销售费用将逐渐回归正常水平。

盈利预测与投资建议

- 根据公司最新财报，我们调整了盈利预测，预计公司 2025-2027 年收入为 4403/4883/5250 亿元（原 2025-2026 年预测为 5111/6003 亿元），24-26 年实现经调整归母净利润 1072/1317/1499 亿元（原 2025-2026 年预测为 1543/1945 亿元）。采用 SOTP 估值：1）已盈利的电商主站采用 P/E 估值（2025 年行业均值 8），预计 2025 年经调整净利润为 1293 亿元，给予估值 1439 亿美元（美元汇率 7.19）；2）多多买菜采用 P/GMV 估值（行业均值 0.2），给予估值 59 亿美元；3）TEMU 采用 P/S 估值（行业均值 1），给予 427 亿美元估值。综上，给予拼多多目标价 135.58 美元/ADS，维持“买入”评级。

风险提示

行业竞争加剧、海外业务政策风险、宏观经济不景气。

投资评级

买入（维持）

股价（2025 年 05 月 30 日）	96.51 美元
目标价格	135.58 美元
52 周最高价/最低价	155.67/87.11 美元
总股本/流通股（亿股）	14.20/14.20
美股市值（亿美元）	1,220.26
国家/地区	中国
行业	传媒
报告发布日期	2025 年 06 月 02 日

股价表现

	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现%	-19.06	-8.58	-15.11	-36.52
相对表现%	-21.07	-18.14	-16.52	-50.72
纳斯达克	2.01	9.56	1.41	14.2



证券分析师

项雯倩	021-63325888*6128 xiangwenqian@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860517020003 香港证监会牌照：BQP120
李雨琪	021-63325888-3023 liyueqi@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860520050001 香港证监会牌照：BQP135
金沐阳	jinmuyang@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860525030001

联系人

沈熠	shenyi1@orientsec.com.cn
----	--------------------------

相关报告

广告收入增速有所放缓，后续注重商家生态：——拼多多 2Q24 点评	2024-08-29
拼多多 2Q23 点评：收入和利润超预期，TEMU 覆盖全球多个区域	2023-09-04
拼多多 1Q23 点评：收入利润超预期，海外业务进展迅速	2023-06-02

公司主要财务信息

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	247,639	393,836	440,349	488,273	524,983
同比增长(%)	90%	59%	12%	11%	8%
营业利润(百万元)	58,699	108,423	112,152	134,583	154,767
同比增长(%)	93%	85%	3%	20%	15%
归属母公司净利润(百万元)	60,027	112,435	97,448	118,883	136,226
同比增长(%)	90%	87%	-13%	22%	15%
每股收益(元)	42.28	79.20	68.64	83.74	95.96
毛利率(%)	63.0%	60.9%	61.1%	63.1%	64.0%
净利率(%)	24.2%	28.5%	22.1%	24.3%	25.9%
净资产收益率(%)	39.4%	44.9%	26.6%	24.4%	21.7%
市盈率(倍)	16.6	8.9	10.3	8.4	7.3
市净率(倍)	4.0	2.5	2.3	2.0	1.9

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测，每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

表 1：公司盈利预测表

单位：百万/%	24A	1Q25	2Q25E	3Q25E	4Q25E	25E	26E
营业收入	393,836	95,672	107,391	109,983	127,303	440,349	488,273
yoy	59.0%	10.2%	10.6%	10.7%	15.1%	11.8%	10.9%
营业成本	-153,900	-40,947	-40,962	-42,852	-46,590	-171,351	-180,380
毛利润	239,936	54,725	66,429	67,132	80,713	268,998	307,893
毛利率	60.9%	57.2%	61.9%	61.0%	63.4%	61.1%	63.1%
销售费用	-111,301	-33,403	-32,097	-31,816	-36,325	-133,641	-146,758
研发费用	-12,659	-3,578	-3,554	-3,725	-4,409	-15,265	-17,571
行政费用	-7,553	-1,659	-1,968	-1,999	-2,314	-7,940	-8,981
营业利润	108,423	16,086	28,809	29,592	37,665	112,152	134,583
营业利润率	27.5%	16.8%	26.8%	26.9%	29.6%	25.5%	27.6%
归母净利润	112,435	14,742	24,828	25,468	32,410	97,448	118,883
利润率	28.5%	15.4%	23.1%	23.2%	25.5%	22.1%	24.3%
Non-GAAP 净利润	122,344	16,916	27,299	27,907	35,140	107,263	131,704
利润率%	31.1%	17.7%	25.4%	25.4%	27.6%	24.4%	27.0%

数据来源：公司公告，东方证券研究所

盈利预测：我们预计公司 2025-2027 年实现收入 4403/4883/5250 亿元（原 2025-2026 年预测为 5111/6003 亿元，因 Q1 佣金收入增速下降对应下调全年收入预测），预计实现 Non-GAAP 归母净利润 1072/1317/1499 亿元（原 2025-2026 年预测为 1543/1945 亿元，因公司加大商家补贴与销售费率下调净利率）。我们采用 SOTP 估值（拼多多电商主站+多多买菜+海外），其中：

— **拼多多主站：**盈利较为稳定故采用 PE 估值法，我们预测 2025 年拼多多主站预计实现 Non-GAAP 净利润 1293 亿元，2025 年行业 PE 均值为 8，主站给予估值 10344 亿元（1439 亿美元，美元/人民币汇率 7.19）。

— **多多买菜：**目前社区团购业务已经进入稳定期，生意模式接近正常的 3P 电商和本地生活公司。因此选择当前国内电商和本地生活代表公司阿里、京东与美团作为可比公司计算 P/GMV 值作为参考，给予多多买菜 0.2x P/GMV 估值，我们预测多多买菜 2025 年的 GMV 为 2138 亿元，对应给予估值 428 亿元（59 亿美元）。

— **TEMU：**海外电商 Temu 仍处于业务扩张期，并未实现盈利，故采用 PS 估值法。参考可比公司，给予 2025 年收入 1.0xPS 估值，对应市值 3068 亿元（427 亿美元）。

综上，我们认为拼多多合理估值为 1925 亿 USD（13840 亿 CNY），对应目标价 135.58 美元/ADS（即 974.88 人民币/ADS），维持“买入”评级。

表 2：拼多多 SOTP 估值（单位：bn, CNY, 除标注外）

	估值方式	估值数字 2025E	25 年估值倍数	估值(CNY)	估值(USD)
拼多多主站	P/E	129.3	8	1,034.4	143.9
多多买菜	P/GMV	213.8	0.2	42.8	5.9

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

TEMU	P/S	42.7	1	306.8	42.7
合计				1,384.0	192.5

数据来源：东方证券研究所，美元兑人民币汇率 1 : 7.19，截至 2025/5/30

表 3：拼多多主站可比公司估值（单位：CNY，除标注外）

	Non-GAAP 净利润 (bn)					市值 (bn)	PE				
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E		2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
阿里巴巴	158.4	157.9	174.8	186.4	206.0	2,026	12.8	12.8	11.6	10.9	9.8
京东	35.2	47.8	45.8	52.3	57.4	370	10.5	7.7	8.1	7.1	6.4
唯品会	9.5	9.0	8.9	9.1	9.3	52	5.5	5.8	5.8	5.7	5.6
均值							10	9	8	8	7

数据来源：公司公告，Bloomberg，东方证券研究所 注：截至 2025/5/30

表 4：多多买菜可比估值

社区团购 可比公司	市值	GMV/GTV	P/GMV
	(BN CNY)	(BN CNY)	
阿里巴巴	2025.6	8609.1	0.24
京东	369.8	4345.2	0.09
美团	736	2370.8	0.31
均值			0.2

数据来源：公司公告，Bloomberg，东方证券研究所 注：截至 2025/5/29

表 5：TEMU 可比估值

2025/5/30	最新市值 (亿)	营业总收入 (百万)					PS				
公司		2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
阿里巴巴 (CNY)	20256.2	941169	996347	1068376	1159211	1238207	2.15	2.03	1.90	1.75	1.64
华凯易佰 (CNY)	43.5	6518	9022	11162	13105	15175	0.67	0.48	0.39	0.33	0.29
小商品城 (CNY)	928.9	11300	15737	19640	24717	29664	8.22	5.90	4.73	3.76	3.13
赛维时代 (CNY)	79.2	6564	10275	13347	16357	19479	1.21	0.77	0.59	0.48	0.41
安克创新 (CNY)	537.9	14251	17507	31464	39158	47522	3.77	3.07	1.71	1.37	1.13
调整后平均									1.4	1.2	1.1

数据来源：公司公告，Bloomberg，东方证券研究所 注：截至 2025/5/30

风险提示

- **行业竞争加剧**

行业内抖音、快手发展较快，对于用户的争夺或导致竞争加剧，或对公司的盈利造成影响。

- **海外业务政策风险**

公司海外电商 Temu 业务容易受到所在国进出口政策影响，导致业务发展受阻从而影响公司整体业绩。

- **宏观经济不景气**

电商销售额与居民消费能力关系密切，若宏观经济景气度不及预期，则居民消费的下滑会导致公司盈利不及预期。

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表					
单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	59,794	57,768	95,059	172,463	239,597
限制现金	61,985	68,426	77,886	85,698	91,317
支付平台应收账款	3,914	3,679	4,188	4,608	4,910
短期投资	157,415	273,792	365,063	430,987	523,198
其他	11,641	11,983	13,915	15,299	16,154
流动资产合计	294,750	415,648	556,111	709,055	875,175
固定资产	980	879	968	942	930
无形资产	4,126	5,084	5,724	6,225	6,725
其他	48,222	83,423	83,605	83,895	84,859
非流动资产合计	53,328	89,386	90,298	91,063	92,514
资产总计	348,078	505,034	646,408	800,118	967,690
关联方应付款	1,239	802	1,239	1,093	1,045
客户垫款	2,145	2,947	3,371	3,726	3,989
应付商家款项	74,997	91,656	110,411	125,839	136,737
应计费用与其他负债	55,351	69,142	79,506	85,682	89,685
商家保证金	16,879	16,461	18,736	20,616	21,967
短期借款及其他	2,290	7,416	8,064	5,923	7,134
流动负债合计	152,901	188,423	221,328	242,879	260,558
可转债	5,232	0	2,269	2,269	1,970
租赁负债	2,644	3,192	2,236	2,690	2,706
其他非流动负债	60	107	0	0	0
非流动负债合计	7,936	3,298	4,505	4,959	4,676
负债合计	160,837	191,721	225,833	247,838	265,234
股本	0	0	0	0	0
资本公积	107,293	117,829	127,644	140,465	154,415
累积其他综合收益	4,830	8,062	8,062	8,062	8,062
累积亏损	75,119	187,421	284,870	403,752	539,978
股东权益合计	187,242	313,313	420,576	552,280	702,455
负债和股东权益	348,078	505,034	646,408	800,118	967,690

现金流量表					
单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	60,027	112,435	97,448	118,883	136,226
折旧摊销	786	709	890	870	860
营运资金变动	26,456	6,663	9,348	14,749	4,760
其他	6,893	2,123	10,234	13,208	14,037
经营活动现金流	94,163	121,929	117,920	147,710	155,884
资本支出	-583	-967	-1,119	-846	-848
长期投资	-25,051	-41,847	-2,623	-2,814	-3,004
其他	-29,797	-75,542	-71,002	-58,835	-79,280
投资活动现金流	-55,431	-118,356	-74,744	-62,495	-83,132
债券融资	0	0	1,305	-2,424	1,181
股权融资	0	0	2,269	-0	-299
其他	-8,961	1	0	2,424	-882
筹资活动现金流	-8,961	1	3,574	0	0
汇率变动影响	-291	840	0	1	1
现金净增加额	29,479	4,415	46,750	85,217	72,753

利润表					
单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	247,639	393,836	440,349	488,273	524,983
营业成本	91,724	153,900	171,351	180,380	189,033
销售费用	82,189	111,301	133,641	146,758	152,632
管理费用	4,076	7,553	7,940	8,981	9,657
研发费用	10,952	12,659	15,265	17,571	18,894
资产减值损失	0	0	0	0	0
营业利润	58,699	108,423	112,152	134,583	154,767
Non-GAAP 营业利润	65,778	118,306	121,966	147,404	168,417
利润总额	71,881	132,684	117,788	140,565	161,072
所得税	11,850	20,267	19,250	20,382	23,355
净利润	60,027	112,435	97,448	118,883	136,226
归属母公司净利润	60,027	112,435	97,448	118,883	136,226
Non-GAAP 归母净利润	67,899	122,344	107,263	131,704	149,877
每 ADS 收益 (元)	42.3	79.2	68.6	83.7	96.0

主要财务比率					
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入	89.7%	59.0%	11.8%	10.9%	7.5%
调整后营业利润	72.6%	79.9%	3.1%	20.9%	14.3%
调整后归属净利润	71.8%	80.2%	-12.3%	22.8%	13.8%
获利能力					
毛利率	63.0%	60.9%	61.1%	63.1%	64.0%
净利率	24.2%	28.5%	22.1%	24.3%	25.9%
ROE	39.4%	44.9%	26.6%	24.4%	21.7%
ROIC	32.1%	35.9%	23.2%	21.5%	19.4%
偿债能力					
资产负债率	46.2%	38.0%	34.9%	31.0%	27.4%
净负债率	-	-	-	-	-
流动比率	192.8%	220.6%	251.3%	291.9%	335.9%
速动比率	185.2%	214.2%	245.0%	285.6%	329.7%
运营能力					
应收账款周转率	3.3	3.5	3.2	3.2	3.3
存货周转率	-	-	-	-	-
总资产周转率	425.4	389.9	470.7	533.3	606.1
每股指标 (元)					
每 ADS 收益	42.3	79.2	68.6	83.7	96.0
每 ADS 经营现金流	66.3	85.9	83.1	104.0	109.8
每 ADS 净资产	131.9	220.7	296.3	389.0	494.8
估值比率					
市盈率	16.6	8.9	10.3	8.4	7.3
市销率	4.0	2.5	2.3	2.0	1.9
EV/EBITDA	16.8	9.2	8.8	7.4	6.4
EV/EBIT	17.0	9.2	8.9	7.4	6.5

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内行业或公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。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或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。