

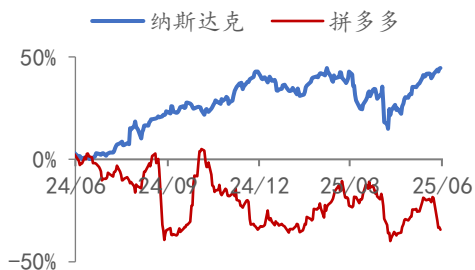
## 25Q1 业绩点评：交易业务低于预期，关注后续关税政策变化

### 投资评级：增持（维持）

报告日期：2025-06-03

|                  |            |
|------------------|------------|
| 收盘价（美元）          | 96.44      |
| 近 12 个月最高/最低（美元） | 157.6/88.4 |
| 总股本（百万股）         | 5,679      |
| 流通股本（百万股）        | 5,679      |
| 流通股比例（%）         | 100        |
| 总市值（亿美元）         | 1,369      |
| 流通市值（亿美元）        | 1,369      |

### 公司价格与纳斯达克指数走势比较



分析师：金荣

执业证书号：S0010521080002

邮箱：jinrong@hazq.com

### 相关报告

1.24Q4 点评：利润超预期，持续提升  
优质供给化 2025-06-02

2.24Q3 点评：业绩低预期，费用减免  
政策使得主站利润承压 2024-11-26

### 主要观点：

#### ● 25Q1 业绩：收入利润低预期，费用率增长

1) 整体业绩：25Q1，拼多多收入为 957 亿元(yoy+10.2%)，低于彭博一致性预期 5.6%；公司销售费用率、管理费用率和研发费用率分别录得 34.9%/1.7%/3.7%，同比+7.9pct/-0.4pct/+0.4pct；本季度，拼多多 Non-GAAP 归母净利润达到 169 亿元(yoy-44.7%)，低于彭博一致性预期 38.3%；

2) 分部业务方面：25Q1，分部业务方面，在线营销服务收入为 487 亿元(yoy+14.8%)，高于彭博一致预期 1.5%；交易服务收入为 469 亿元(yoy+5.8%)，低于彭博一致预期 12.8%。

#### ● 海外业务：交易业务低于预期，受关税政策影响增速显著放缓

25Q1 拼多多交易服务收入为 469 亿元(yoy+5.8%)，低于彭博一致预期 12.8%，我们判断主要源于 Temu 美国地区业务受关税政策影响拖累业绩表现。根据此前调整的美国海关 T86 政策，自 2025 年 5 月 2 日起，美国对中国大陆及香港地区货物取消小额包裹关税豁免待遇，随着中美联合声明的发布，美国对 T86 清关政策再度调整为对于申报价值低于 800 美元的包裹，从价关税税率由原先的 120% 下调至 54%。当前小包裹关税税率仍处于较高位置，建议持续关注中美关税协定后续落地情况。Temu 当前也可通过多元化市场出口、海外本地仓发货等方式进行一定程度的风险对冲。我们认为短期内，Temu 美国业务受关税影响仍存在较大的不确定性，预计对业绩会产生一定拖累，但长期仍看好 Temu 的全球化发展空间。

#### ● 国内主站：短期看，补贴力度升级仍是拖累利润表现的主要因素

25Q1 公司销售费用率明显提升，致使利润侧承压，我们认为主要源于国内业务补贴力度加大所致。在消费者层面，拼多多的千亿扶持落地了多项补贴政策，如拼多多百亿补贴频道新增 100 亿商家补贴计划，先后投入超百亿消费券、百亿加倍补等专项活动，对全品类商品进行超额补贴。同时为了应对国补政策红利的先天不足，拼多多还尝试推出平台直补模式，多类目对标国补价格标准，帮助平台商家建立足够的资产竞争力。

#### ● 投资建议

我们预计 2025/2026/2027 年公司收入 4102/4396/5099 亿元，实现同比+4.2%/+7.2%/+16.0%；预计实现经调整净利润 928/1333/1584 亿元，实现同比-24.2%/+43.6%/+18.9%，维持“增持”评级。

#### ● 风险提示

宏观经济风险；海外业务拓展不及预期；竞争加剧；Temu 受到海外本土保护或监管风险。

## ● 重要财务指标

单位:百万元

| 主要财务指标       | 2024A   | 2025E   | 2026E   | 2027E   |
|--------------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入         | 393,836 | 410,201 | 439,599 | 509,890 |
| 收入同比 (%)     | 59.0%   | 4.2%    | 7.2%    | 16.0%   |
| 经调整净利润       | 122,344 | 92,782  | 133,253 | 158,433 |
| 经调整净利润同比 (%) | 80.2%   | -24.2%  | 43.6%   | 18.9%   |
| EPS (元)      | 19.80   | 14.63   | 21.63   | 26.00   |
| P/E          | 9       | 12      | 8       | 7       |

资料来源: wind, 华安证券研究所

财务报表与盈利预测

| 资产负债表           |                |                |                |                | 利润表            |                |                |                |                |
|-----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| 单位:百万元          |                |                |                |                | 单位:百万元         |                |                |                |                |
| 会计年度            | 2024A          | 2025E          | 2026E          | 2027E          | 会计年度           | 2024A          | 2025E          | 2026E          | 2027E          |
| 现金及现金等价物        | 126,194        | 222,381        | 361,407        | 534,029        | 营业收入           | 393,836        | 410,201        | 439,599        | 509,890        |
| 应收款项合计          | 11,248         | 11,716         | 12,556         | 14,563         | 增长率            | 59.04%         | 4.16%          | 7.17%          | 15.99%         |
| 短期投资            | 273,792        | 273,792        | 273,792        | 273,792        | 营业成本           | 153,900        | 174,622        | 151,636        | 170,773        |
| 其他流动资产          | 4,413          | 4,597          | 4,926          | 5,714          | %销售收入          | 39.08%         | 42.57%         | 34.49%         | 33.49%         |
| <b>流动资产</b>     | <b>415,648</b> | <b>512,485</b> | <b>652,680</b> | <b>828,098</b> | 毛利             | 239,936        | 235,579        | 287,964        | 339,116        |
| 固定资产净值          | 879            | 879            | 879            | 879            | 营销费用           | 111,301        | 136,068        | 154,533        | 179,246        |
| 商誉及无形资产         | 19             | 19             | 19             | 19             | %销售收入          | 28.26%         | 33.17%         | 35.15%         | 35.15%         |
| 使用权资产           | 5,064          | 5,064          | 5,064          | 5,064          | 行政管理费用         | 7,553          | 6,691          | 7,034          | 8,158          |
| 其他非流动资产         | 83,423         | 83,407         | 83,407         | 83,407         | %销售收入          | 1.92%          | 1.63%          | 1.60%          | 1.60%          |
| <b>非流动资产</b>    | <b>89,386</b>  | <b>89,370</b>  | <b>89,370</b>  | <b>89,370</b>  | 研发费用           | 12,659         | 10,812         | 7,913          | 9,688          |
| <b>资产总计</b>     | <b>505,034</b> | <b>601,855</b> | <b>742,050</b> | <b>917,468</b> | %销售收入          | 3.21%          | 2.64%          | 1.80%          | 1.90%          |
| 短期借款            | 5,310          | 5,310          | 5,310          | 5,310          | 权益性投资损益        | 20,553         | 13,433         | 23,738         | 30,593         |
| 应付款项合计          | 92,458         | 96,374         | 103,096        | 119,554        | %除税前利润         | 15.49%         | 13.40%         | 16.32%         | 17.40%         |
| 其他流动负债          | 90,655         | 90,778         | 90,998         | 91,524         | <b>除税前利润</b>   | <b>132,684</b> | <b>100,260</b> | <b>145,423</b> | <b>175,817</b> |
| <b>流动负债</b>     | <b>188,423</b> | <b>192,462</b> | <b>199,404</b> | <b>216,388</b> | %销售收入          | 33.69%         | 24.44%         | 33.08%         | 34.48%         |
| 租赁负债            | 3,192          | 3,192          | 3,192          | 3,192          | 所得税            | 20,267         | 17,025         | 22,541         | 28,131         |
| 其他              | 107            | 107            | 107            | 107            | %除税前利润         | 15.27%         | 16.98%         | 15.50%         | 16.00%         |
| <b>非流动负债</b>    | <b>3,298</b>   | <b>3,298</b>   | <b>3,298</b>   | <b>3,298</b>   | <b>净利润</b>     | <b>112,435</b> | <b>83,108</b>  | <b>122,853</b> | <b>147,633</b> |
| <b>总负债</b>      | <b>191,721</b> | <b>195,760</b> | <b>202,702</b> | <b>219,686</b> | %销售收入          | 28.55%         | 20.26%         | 27.95%         | 28.95%         |
| 普通股股东权益         | 313,313        | 406,095        | 539,348        | 697,782        | <b>归属普通股股东</b> | <b>112,435</b> | <b>83,108</b>  | <b>122,853</b> | <b>147,633</b> |
| <b>股东权益</b>     | <b>313,313</b> | <b>406,095</b> | <b>539,348</b> | <b>697,782</b> | %销售收入          | 28.55%         | 20.26%         | 27.95%         | 28.95%         |
| <b>负债股东权益合计</b> | <b>505,034</b> | <b>601,855</b> | <b>742,050</b> | <b>917,468</b> | <b>经调整净利润</b>  | <b>122,344</b> | <b>92,782</b>  | <b>133,253</b> | <b>158,433</b> |
|                 |                |                |                |                | %销售收入          | 31.06%         | 22.62%         | 30.31%         | 31.07%         |

| 现金流量表            |                 |               |                |                |
|------------------|-----------------|---------------|----------------|----------------|
| 单位:百万元           |                 |               |                |                |
| 会计年度             | 2024A           | 2025E         | 2026E          | 2027E          |
| 净利润              | 112,435         | 83,108        | 122,853        | 147,633        |
| 经营活动资金变动         | 9,495           | 13,184        | 16,392         | 25,512         |
| <b>经营活动现金净流量</b> | <b>121,929</b>  | <b>96,292</b> | <b>139,245</b> | <b>173,146</b> |
| 投资活动资金变动         | -118,356        | -1,436        | -1,539         | -1,785         |
| <b>投资活动现金净流量</b> | <b>-118,356</b> | <b>-1,436</b> | <b>-1,539</b>  | <b>-1,785</b>  |
| 筹资活动现金净流量        | 1               | 0             | 0              | 0              |
| <b>现金净流量</b>     | <b>4,415</b>    | <b>94,856</b> | <b>137,707</b> | <b>171,361</b> |
| 汇率变动影响           | 840             | 0             | 0              | 0              |
| 期初现金             | 121,780         | 126,194       | 221,051        | 358,757        |
| 期末现金             | 126,194         | 221,051       | 358,757        | 530,118        |

主要财务比率

| 会计年度          | 2024A  | 2025E   | 2026E  | 2027E  |
|---------------|--------|---------|--------|--------|
| <b>回报率</b>    |        |         |        |        |
| 净资产收益率        | 35.89% | 20.47%  | 22.78% | 21.16% |
| 总资产收益率        | 22.26% | 13.81%  | 16.56% | 16.09% |
| <b>增长率</b>    |        |         |        |        |
| 营业总收入增长率      | 59.04% | 4.16%   | 7.17%  | 15.99% |
| EBIT 增长率      | 84.71% | -24.36% | 44.48% | 19.87% |
| 归母净利润增长率      | 87.31% | -26.08% | 47.82% | 20.17% |
| 总资产增长率        | 45.09% | 19.17%  | 23.29% | 23.64% |
| <b>资产管理能力</b> |        |         |        |        |
| 应收款项周转率       | 34.87  | 36.87   | 38.87  | 40.87  |
| 应付款项周转率       | 1.82   | 1.80    | 1.80   | 1.80   |
| 总资产周转率        | 0.92   | 0.74    | 0.65   | 0.61   |
| <b>偿债能力</b>   |        |         |        |        |
| 资产负债率         | 37.96% | 32.53%  | 27.32% | 23.94% |
| 流动比率          | 2.21   | 2.66    | 3.27   | 3.83   |
| 速动比率          | 2.18   | 2.64    | 3.25   | 3.80   |

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

## 分析师与研究助理简介

**分析师：**金荣，香港中文大学经济学硕士，天津大学数学与应用数学学士，曾就职于申万宏源证券研究所及头部互联网公司，金融及产业复合背景，善于结合产业及投资视角进行卖方研究。2015 年水晶球第三名及 2017 年新财富第四名核心成员。执业证书编号：S0010521080002

## 重要声明

### 分析师声明

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，以勤勉的执业态度、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，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中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投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

## 投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

### 行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

### 公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。