

拼多多 (PDD)

2025Q1 业绩点评：营收利润均不达预期，加大投入巩固生态

买入（维持）

盈利预测与估值	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入（百万元）	247,639	393,836	435,240	502,158	570,146
同比（%）	89.7%	59.0%	10.5%	15.4%	13.5%
Non-GAAP 净利润（百万元）	67,899.3	122,343.5	98,547.0	130,321.5	153,980.1
同比（%）	71.8%	80.2%	-19.5%	32.2%	18.2%
EPS-Non GAAP（元/股）	12.3	22.0	17.7	23.5	27.7
PE（Non-GAAP）	14.7	8.2	10.2	7.7	6.5

关键词：#业绩不及预期

投资要点

- **事件：**公司发布 2025 年第一季度财报。2025Q1 公司实现营收 956.7 亿元，同比+10%，环比-14%，低于彭博一致预期的 1016.0 亿元；Non-GAAP 归母净利润 169.2 亿元，同比-45%，环比-43%，低于彭博一致预期的 278.8 亿元，公司业绩不及市场预期。
- **短期营收增速放缓，聚焦高质量平台生态和供应链能力建设。**2025Q1 公司广告收入 487.2 亿元，同比+15%，环比-10%，高于市场预期的 479.9 亿元；佣金收入 469.5 亿元，同比+6%，环比-12%，低于市场预期的 542.3 亿元。公司延续高质量发展战略，持续推进平台生态建设。公司将“减免、扶持、治理”等措施贯穿于平台运营、商家经营、产业转型和物流升级等各个环节，推动平台及产业生态的可持续发展。同时利用平台数字化优势，扩大“新质供给”规模，持续普惠广大消费者，构建用户、商家及平台的共赢生态。
- **千亿扶持加码两侧投入，对冲宏观影响。**2025M4 公司开展千亿扶持，对商家、用户侧投入加码，供给侧加大产业帮扶，范围从新质商家拓展到中小商家。需求侧通过百亿补贴频道扩品类、升级平台直补模式、新增“降价补差”服务提振消费需求。考虑公司平台模式较其他自营电商在国补环境下有相对劣势，公司 2025M1 上线国家补贴专集，对标国补标准加大补贴力度。目前国补频道已覆盖 20+省份，品类拓展至日用百货等类目，有望盘活商家库存和产能，助力商家抓住高质量发展窗口期。
- **毛利率下滑，短期盈利能力面临挑战。**2025Q1 毛利率为 57.2%，同比-5.1pct，环比+0.4pct。2025Q1 费用端承压，销售费用率同比+7.9pct 至 34.9%，考虑公司生态建设投入和促销广告活动或仍将维持高位；管理费用率同比-0.4pct 至 1.7%；研发费用率同比+0.4pct 至 3.7%相较稳定。在关税冲击、“小额豁免”政策取消等不利因素下，公司短期盈利能力面临挑战，长期有望随国内高质量战略推进、海外本土化运营提升市占率驱动业绩增长。
- **盈利预测与投资评级：**考虑公司加码生态建设投入，牺牲短期利润推进平台高质量、可持续发展。大的市场份额，因此我们将 2025-2027 年的 Non-GAAP 净利润从 135,627.0/164,710.0/188,523.0 百万元调整至 98,547.0/130,321.5/153,980.1 百万元，2025-2027 年对应 PE 分别为 10.2/7.7/6.5 倍（美元/人民币=7.20，2025/6/2 当日汇率，每 ADR=4 股股票），我们维持公司“买入”评级。
- **风险提示：**竞争加剧，宏观经济波动，关税政策的不确定性。

2025 年 06 月 05 日

证券分析师 张良卫

执业证书：S0600516070001

021-60199793

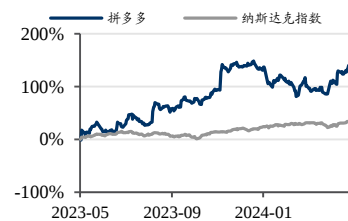
zhanglw@dwzq.com.cn

证券分析师 张家琦

执业证书：S0600521070001

zhangjiaqi@dwzq.com.cn

股价走势



市场数据

收盘价(美元)	96.51
一年最低/最高价	87.11/155.67
市净率(倍)	2.98
流通市值(百万美元)	137010
总市值(百万美元)	137010

基础数据

每股净资产(美元,LF)	8.09
资产负债率(%，LF)	40.34
总股本(百万股)	5678.6
流通 A 股(百万股)	1419.6

相关研究

《拼多多(PDD): 2024Q4 业绩点评：收入低于预期，投入增加导致盈利能力有所下滑》

2025-03-28

《拼多多(PDD): 2024Q3 业绩点评：收入利润均低于预期，投入增加导致盈利能力有所下滑》

2024-11-27

内容目录

- 1. 营收增速放缓，持续推进平台生态建设4
 - 1.1. 营收增速放缓，聚焦高质量平台生态和供应链能力建设.....4
 - 1.2. 宏观环境不利，千亿扶持加码两侧投入.....5
- 2. 毛利率同比下降，短期内盈利能力面临挑战5
- 3. 盈利预测与投资评级7
- 4. 风险提示7

图表目录

图 1: 公司营收及增速（百万元）4

图 2: 公司 Non-GAAP 归母净利润及增速（百万元）4

图 3: 公司营收结构（百万元）4

图 4: 公司 Non-GAAP 归母净利润和净利率情况（百万元）5

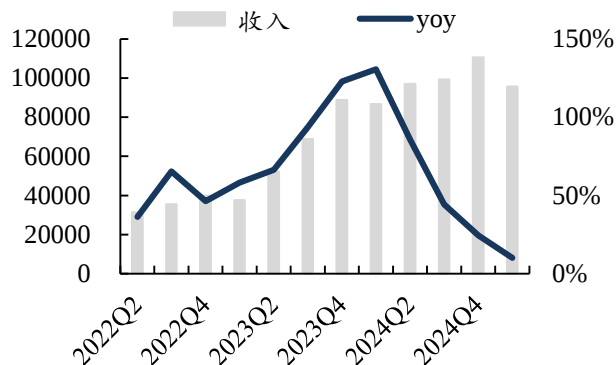
图 5: 毛利率情况.....5

图 6: 公司费用率情况.....6

1. 营收增速放缓，持续推进平台生态建设

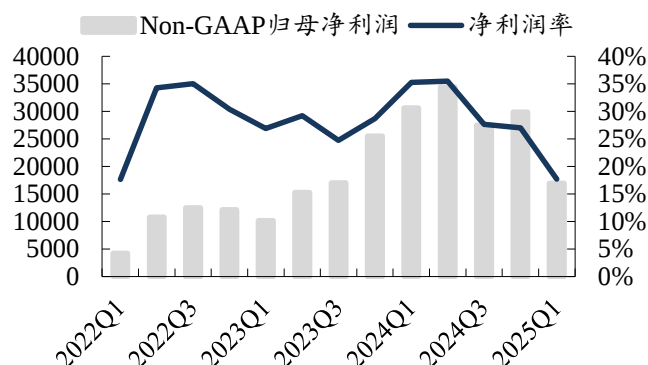
2025Q1，拼多多实现营收 956.7 亿元，yoy+10%，低于彭博一致预期 1016.0 亿元；Non-GAAP 归母净利润为人民币 169.2 亿元，yoy-45%，低于彭博一致预期 278.8 亿元。

图1：公司营收及增速（百万元）



数据来源：公司财报，东吴证券研究所

图2：公司 Non-GAAP 归母净利润及增速（百万元）



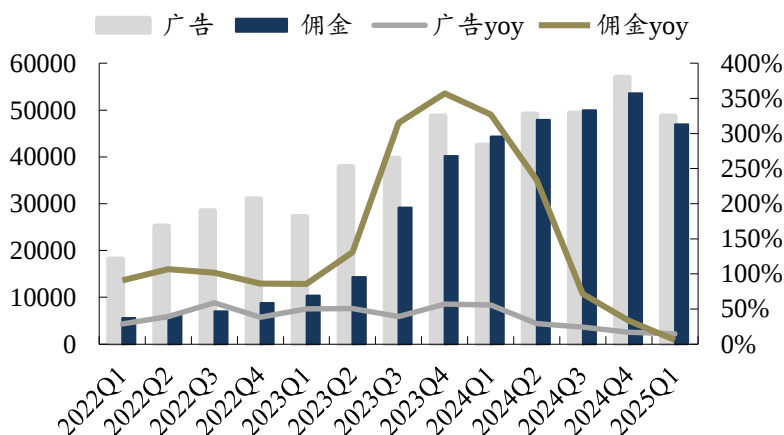
数据来源：公司财报，东吴证券研究所

1.1. 营收增速放缓，聚焦高质量平台生态和供应链能力建设

公司广告收入 487.2 亿元，yoy+15%，高于市场预期 479.9 亿元；佣金收入 469.5 亿元，yoy+6%，低于市场预期 542.3 亿元。

拼多多在 2024 年第四季度财报中强调了其高质量发展战略与平台生态建设的持续推进。公司聚焦于高质量发展，将“减免、扶持、治理”等措施贯穿于平台运营、商家经营、产业转型和物流升级等各个环节，推动平台及产业生态的可持续发展。拼多多继续践行这一战略的同时，利用平台的数字化优势，扩大“新质供给”的规模，持续普惠广大消费者，构建用户、商家及平台的共赢生态。

图3：公司营收结构（百万元）



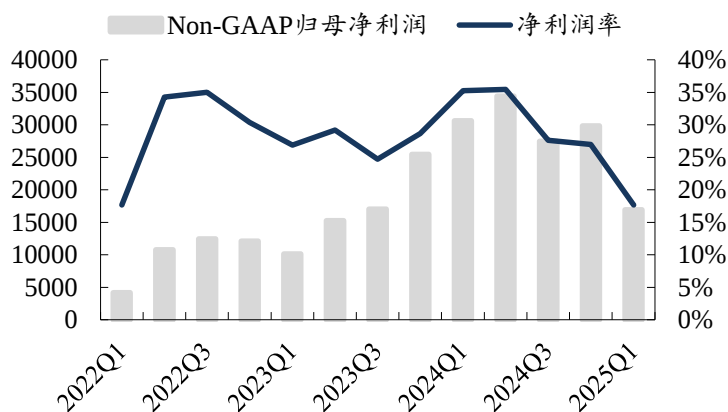
数据来源：公司财报，东吴证券研究所

1.2. 宏观环境不利，千亿扶持加码两侧投入

2025Q1 公司 Non-GAAP 归母净利润为人民币 169.2 亿元，yoy-45%，低于彭博一致预期 278.8 亿元。

千亿扶持加码两侧投入，对冲宏观影响。2025M4 公司开展千亿扶持，对商家、用户侧投入加码，供给侧加大产业帮扶，范围从新质商家拓展到中小商家。需求侧通过百亿补贴频道扩品类、升级平台直补模式、新增“降价补差”服务提振消费需求。考虑公司平台模式较其他自营电商在国补环境下有相对劣势，公司 2025M1 上线国家补贴专集，对标国补标准加大补贴力度。目前国补频道已覆盖 20+省份，品类拓展至日用百货等类目，有望盘活商家库存和产能，助力商家抓住高质量发展窗口期。

图4：公司 Non-GAAP 归母净利润和净利率情况（百万元）

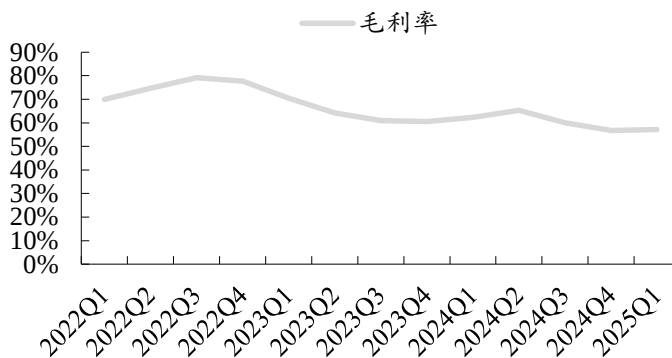


数据来源：公司财报，东吴证券研究所

2. 毛利率同比下降，短期内盈利能力面临挑战

2025Q1 毛利率达到 57.2%（yoy-5.1pct，qoq+0.4pct）。

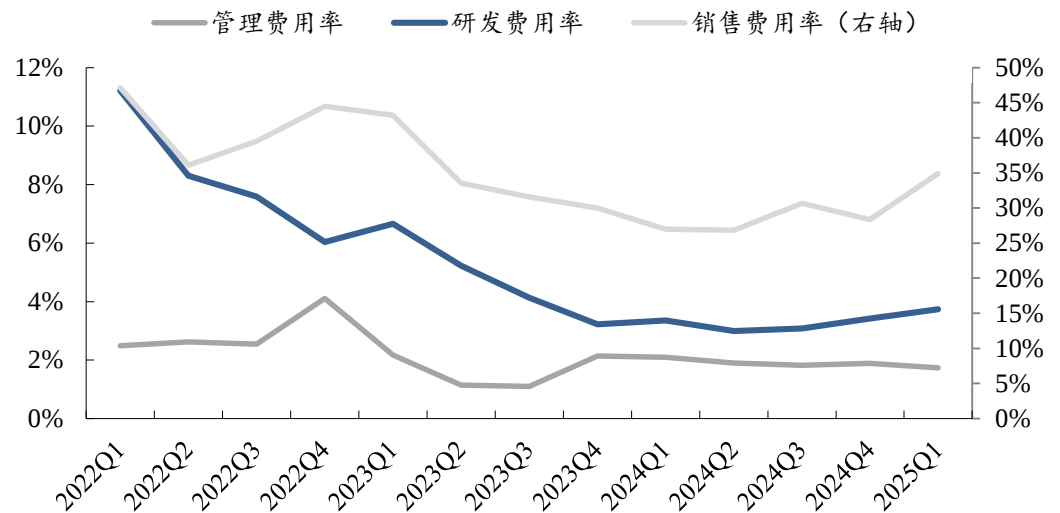
图5：毛利率情况



数据来源：公司财报，东吴证券研究所

2025Q1 费用端有所上升，销售/管理/研发费用率分别为 34.9/1.7/3.7%，销售费用率 25Q1 较 24Q1 的 27.0%，同比提升约 7.9 个百分点。25Q1 管理费用率较 24Q1 的 2.1%，同比提升约 0.4 个百分点。25Q1 研发费用率较 24Q1 的 3.4%，同比下降约 0.3 个百分点。

图6：公司费用率情况



数据来源：公司财报，东吴证券研究所

3. 盈利预测与投资评级

考虑公司加码生态建设投入，牺牲短期利润推进平台高质量、可持续发展。大的市场份额，因此我们将 2025-2027 年的 Non-GAAP 净利润从 135,627.0/164,710.0/188,523.0 百万元调整至 98,547.0/130,321.5/153,980.1 百万元，2025-2027 年对应 PE 分别为 10.2/7.7/6.5 倍（美元/人民币=7.20，2025/6/2 当日汇率，每 ADR=4 股股票），我们维持公司“买入”评级。

4. 风险提示

竞争加剧。

宏观经济波动。

关税政策的不确定性。

拼多多三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2024	2025E	2026E	2027E		2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	126,194	322,537	373,190	506,894	营业收入	393,836	435,240	502,158	570,146
短期投资	273,792	302,575	349,096	396,361	营业成本	153,900	178,448	203,374	228,058
应收账款	11,248	18,463	19,548	20,888	销售费用	111,301	140,102	152,512	168,323
预付账款及其他	4,413	6,648	7,280	7,788	研发费用	12,659	14,600	16,324	18,409
流动资产合计	415,648	650,224	749,115	931,932	管理费用	7,553	7,845	8,678	9,618
固定资产	879	1,067	1,247	1,373	营业利润	108,423	94,244	121,270	145,737
无形资产	19	849	1,832	2,923	其他收益-非经营	3,120	3,047	2,511	1,710
长期投资	0	0	0	0	净利息汇兑收入	21,141	13,881	29,028	29,855
经营租赁使用权资产	5,064	5,913	6,916	8,031	投资收益	17	85	154	248
其他非流动资产	83,407	92,176	106,348	120,746	利润总额	132,701	111,257	152,963	177,551
非流动资产合计	89,386	100,449	116,586	133,308	所得税	-20,267	-19,025	-25,851	-26,277
资产合计	505,034	806,740	959,236	1,144,220	归母净利润	112,435	92,232	127,112	151,273
短期借款	0	0	0	0	优先股利润分配和其他调整项目	0	0	0	0
应付账款	92,458	208,050	176,108	200,128	归母净利润	112,435	92,232	127,112	151,273
应计负债及其他负债	76,557	84,606	97,614	110,830	EBITDA	109,368	96,364	123,471	148,475
预收账款	19,408	36,572	35,172	38,646	EBIT	108,423	94,244	121,270	145,737
流动负债合计	188,423	329,228	308,894	349,603	NOPLAT	124,982	110,360	141,764	167,306
可转换债券	0	0	0	0	经调整净利润 Non-GAAP	122,344	98,547	130,322	153,980
其他非流动负债	3,192	3,527	4,069	4,620					
非流动负债合计	3,298	3,587	4,145	4,701					
股东权益	313,313	405,545	532,657	683,930	主要财务比率	2024	2025E	2026E	2027E
所有者权益合计	313,313	450,113	611,989	763,262	每股收益-Non-GAAP (元)	22.0	17.7	23.5	27.7
负债和股东权益	505,034	806,740	959,236	1,144,220	每股净资产 (元)	56.4	73.0	95.9	123.1
					发行在外股份 (百万股)	5555.1	5555.1	5555.1	5555.1
					ROIC	39.5%	26.2%	25.5%	23.4%
					ROE	35.9%	22.7%	23.9%	22.1%
					毛利率	60.9%	59.0%	59.5%	60.0%
					Non-GAAP 净利率	31.1%	22.6%	26.0%	27.0%
					资产负债率	38.0%	41.3%	32.6%	31.0%
					营业收入增长率	59.0%	10.5%	15.4%	13.5%
					经调整净利润增长率	80.2%	-19.5%	32.2%	18.2%
					P/E-Non-GAAP	8.2	10.2	7.7	6.5
					P/B	12.9	9.9	7.6	5.9
					EV/EBITDA	37	42	33	27

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,美元汇率为2025年6月2日的7.20,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“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客户。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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也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报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（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，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

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应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>