

公司报告

招商证券 (香港) 有限公司
证券研究部

拼多多 (PDD US)

最坏时期已过；预计25年下半年盈利将重新加速增长

■ 25年二季度集团收入同比增长7%，符合预期，非GAAP营业利润/净利润分别超出市场预期28%/47%，主要得益于销售及营销费用控制改善以及更高的利息收入

■ 我们认为，国内盈利在25年下半年有望延续复苏趋势，受益于较低的同比基数，抽佣率趋稳及成本控制；TEMU亏损收窄趋势持续

■ 维持增持：目标价上调至147美元（乐观情形目标价191美元）

25年二季度净利润超预期

拼多多25年二季度集团收入达到1,040亿元人民币，同比增长7%（上一季度同比+10%），符合预期；交易服务收入同比增长1%（上一季度+6%），在线营销服务收入同比增长13%（上一季度+15%）。在GMV保持中高双位数增长（CMSe）的背景下，我们预计国内业务广告抽佣率略有收窄，主要由于对商家和消费者的投入增加。集团毛利润同比下降8%，较预期低6%，毛利率为56%。非GAAP营业利润/净利润分别同比下降21%/5%，但超出市场预期28%/47%，主要得益于：1）销售及营销费用控制改善，二季度同比仅增长4%（上一季度+43%），部分原因是由于关税影响，TEMU美国市场的营销预算有所减少；2）利息收入超预期，二季度同比增长115%至1,040万元人民币。公司净现金依然稳健，达到4,485亿元人民币。

最困难的阶段已经过去，25年下半年有望实现全面复苏

展望未来，我们预计拼多多国内收入将保持低两位数增长，同时国内盈利在25年下半年实现全面复苏的趋势不变。25年三/四季度分别同比增长+1%/+8%，主要驱动因素包括：1）自24年下半年以来，针对商家和用户的增量投入基数效应逐步消退，以及国家以旧换新补贴政策（由于供应链劣势，拼多多受益程度低于同行）；2）自25年4月起，拼多多开始向“黑标”商家/订单收取技术服务费；3）广告抽佣率有望借助AI技术逐步改善，并通过[短视频推广](#)等新举措（自25年8月起）进一步提升；4）保持审慎投资并控制成本。对于TEMU，我们继续看好其亏损收窄趋势，受益于半托管模式渗透加速及POP商家增加。我们预计25年TEMU GMV将达到670亿美元，营业利润率/GMV比率为-5.5%（25年下半年预测-4.5%，对比上半年的-6.8%）

维持增持评级：目标价上调至147美元

我们整体上调了盈利预测（图8）。我们继续看好拼多多的竞争优势（GMV和广告收入增速仍快于同行），并保持对其在平台建设和效率提升方面持续高质量投入的积极态度。我们的分部加总估值目标价由136美元上调至147美元（图10），对应26财年11.8倍市盈率。潜在上行催化剂包括：1）AI驱动的抽佣率提升及利润增长加速；2）Temu业务发展积极，以及关税政策缓解；3）潜在的股东回报举措（如有）。主要风险包括：1）消费及宏观环境；2）行业竞争；3）监管政策；4）品牌声誉；5）意外成本。

盈利预测及估值

十亿元人民币	2023	2024	2025E	2026E	2027E
收入	247.6	393.8	428.0	482.2	536.3
同比增长	89.7%	59.0%	8.7%	12.7%	11.2%
非GAAP 经营利润	65.8	118.3	101.7	131.9	175.0
非GAAP 净利润	67.9	122.3	104.2	129.0	163.6
同比增长	71.8%	80.2%	-14.8%	23.8%	26.9%
非GAAP 摊薄每股价值（人民币）	47.5	85.6	72.9	90.3	114.6
市盈率（倍）	19.3	10.7	12.6	10.2	8.0
市销率（倍）	7.6	4.8	4.4	3.9	3.5
ROE（%）	44.5%	48.9%	28.8%	27.4%	26.8%

注：截至2025年8月25日的收盘价；资料来源：彭博、公司数据、招商证券（香港）预测

李怡珊，CFA

+852 3189 6122

crystalli@cmschina.com.hk

王腾杰

+852 3189 6634

tommywong@cmschina.com.hk

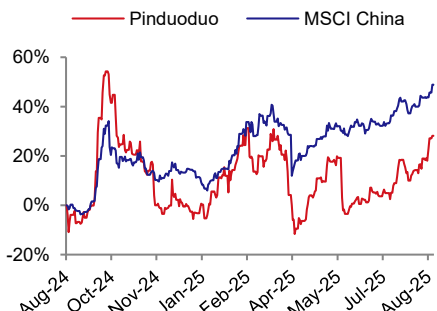
最新变动

25年二季度业绩；盈利预测及目标价调整

增持

前次评级	增持
股价（2025年8月25日）	128美元
12个月目标价 （上涨/下跌空间）	147美元（+15%）
前次目标价	136美元

股价表现



资料来源：彭博

%	1m	6m	12m
PDD US	7.3	(3.2)	(9.1)
MSCI 中国	2.5	8.9	45.0

行业：TMT

恒生指数（2025年8月25日）	25,830
MSCI 中国（2025年8月25日）	85

重要数据

52周股价区间（美元）	87 - 156
市值（十亿美元）	182.0
日均成交量（百万股）	6.95

主要股东

黄铮	31.4%
腾讯	13.8%
其他股东	4.2%
自由流通量	50.6%

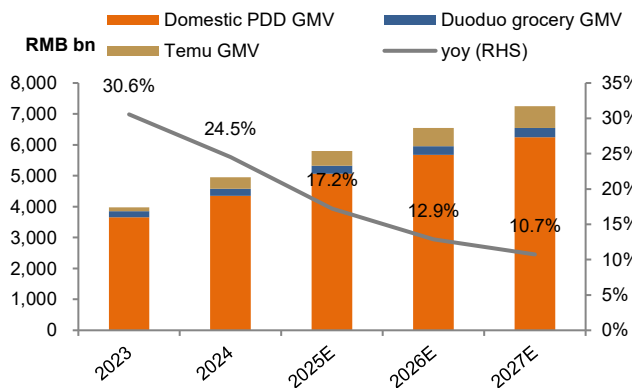
资料来源：彭博、招商证券（香港）

相关报告

1. Pinduoduo (PDD US) - Clean slate recovery in 2H25E intact despite 1Q miss (增持) (2025/5/28)
2. 拼多多 (PDD US) - 信心复苏，2025 年下半年重新出发 (增持) (2025/3/24)
3. 拼多多 (PDD US) - 投入提升降低盈利可见度（中性）(2024/11/22)
4. 拼多多 (PDD US) - 为长期高质量增长提升投入 (增持) (2024/8/27)

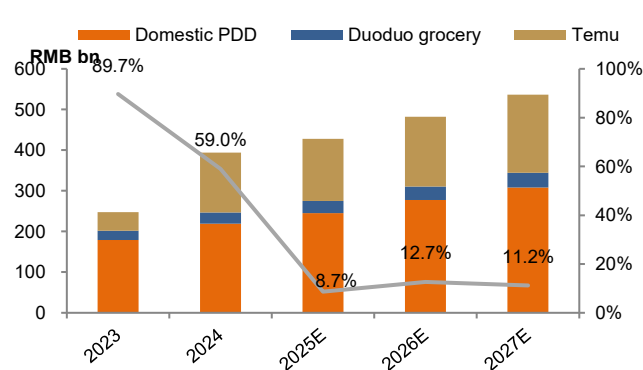
重点图表

图1: 拼多多分业务GMV预测



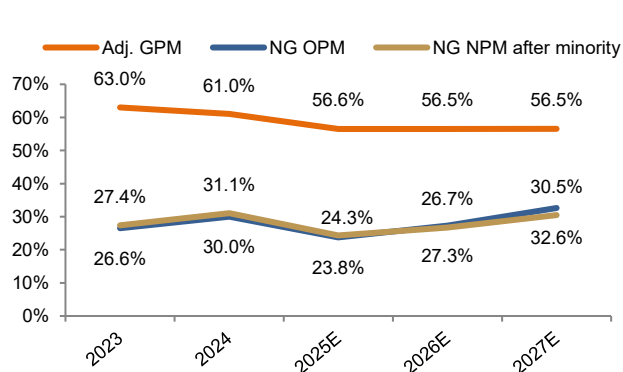
资料来源: 公司数据、招商证券 (香港) 预测

图2: 拼多多分业务收入预测



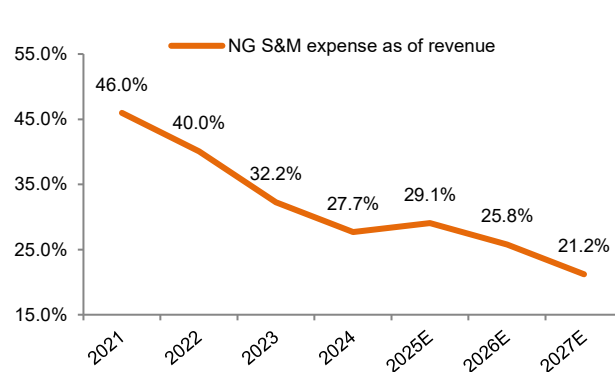
资料来源: 公司数据、招商证券 (香港) 预测

图3: 拼多多非GAAP利润率



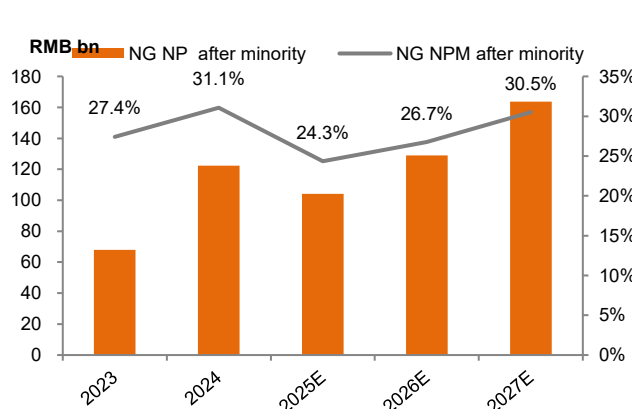
资料来源: 公司数据、招商证券 (香港) 预测

图4: 拼多多非GAAP销售管理费用占收入的比例



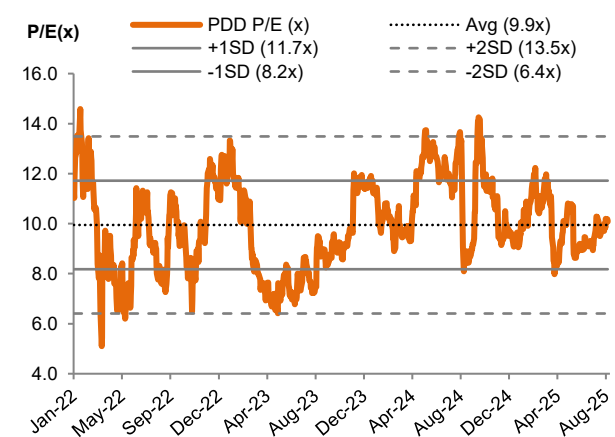
资料来源: 公司数据、招商证券 (香港) 预测

图5: 拼多多非GAAP净利润和净利率



资料来源: 公司数据、招商证券 (香港) 预测

图6: 市盈率区间



资料来源: 公司数据、彭博、招商证券 (香港) 预测

图 7：拼多多 25 年二季度业绩

十亿元人民币	实际数据						实际数据和招商证券预测对比		实际数据和一致预测对比	
	2Q24	1Q25	2Q25	1Q25 yoy	2Q25 yoy	2Q25 qoq	2Q25	% diff	2Q25	% diff
收入	97.1	95.7	104.0	10%	7%	9%	101.9	2%	103.8	0%
在线营销服务	49.1	48.7	55.7	15%	13%	14%	57.1	-2%	54.9	1%
交易服务	47.9	47.0	48.3	6%	1%	3%	44.8	8%	48.9	-1%
毛利润	63.4	54.7	58.1	1%	-8%	6%	63.0	-8%	61.5	-6%
销售和市场费用	-26.0	-33.4	-27.2	43%	4%	-19%	-35.2	-23%		
一般及行政费用	-1.8	-1.7	-1.5	-9%	-17%	-8%	-2.1	-25%		
产品开发费用	-2.9	-3.6	-3.6	23%	23%	0%	-3.9	-7%		
经营利润	32.6	16.1	25.8	-38%	-21%	60%	21.9	18%	21.8	19%
非 GAAP 经营利润	35.0	18.3	27.7	-36%	-21%	52%	24.3	14%	21.6	28%
净(亏损)/利润	32.0	14.7	30.8	-47%	-4%	109%	19.8	56%	19.9	54%
非 GAAP 归母净(亏损)/利润	34.4	16.9	32.7	-45%	-5%	93%	22.1	48%	22.2	47%
经营性现金流	43.8	15.5	21.6	-26%	-51%	39%				
净现金	339.0	424.3	448.5							
关键经营数据 (%)										
毛利率	65%	57%	56%	-5.1ppt	-9.4ppt	-1.3ppt	62%	-6.0ppt	59%	-3.4ppt
经营利润率	34%	17%	25%	-13.1ppt	-8.7ppt	8.0ppt	22%	3.3ppt	21%	3.8ppt
非 GAAP 经营利润率	36%	19%	27%	-13.8ppt	-9.4ppt	7.6ppt	24%	2.8ppt	21%	5.9ppt
归母净利润率	33%	15%	30%	-16.8ppt	-3.4ppt	14.2ppt	19%	10.2ppt	19%	10.4ppt
非 GAAP 归母净利润率	35%	18%	31%	-17.6ppt	-4.0ppt	13.8ppt	22%	9.7ppt	21%	10.1ppt

资料来源：公司、彭博、招商证券（香港）预测

图 8：盈利预测调整

十亿元人民币	当前预测			先前预测			变动		
	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
收入	428.0	482.2	536.3	410.8	467.8	524.3	4.2%	3.1%	2.3%
在线营销服务及其他	225.3	255.2	283.9	224.0	256.5	288.5	0.6%	-0.5%	-1.6%
交易服务	202.7	227.0	252.4	186.8	211.3	235.9	8.5%	7.4%	7.0%
非 GAAP 毛利润	242.1	272.7	303.3	242.1	278.2	314.4	0.0%	-2.0%	-3.6%
非 GAAP 经营利润	101.7	131.9	175.0	90.7	141.6	179.4	12.0%	-6.9%	-2.5%
非 GAAP 归母净利润 / (亏损)	104.2	129.0	163.6	83.0	123.3	155.2	25.6%	4.6%	5.4%
利润率分析 (%)									
非 GAAP 毛利率	56.5	56.5	56.5	58.9	59.5	60.0	-2.4ppt	-2.9ppt	-3.4ppt
非 GAAP 经营利润率	23.8	27.3	32.6	22.1	30.3	34.2	1.7ppt	-2.9ppt	-1.6ppt
非 GAAP 归母净利润 / (亏损) 率	24.3	26.7	30.5	20.2	26.4	29.6	4.1ppt	0.4ppt	0.9ppt

资料来源：公司、彭博、招商证券（香港）预测

图 9：招商证券预测与一致预测对比

十亿元人民币	招商证券预测			一致预测			差异		
	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
收入	428.0	482.2	536.3	429.4	509.6	618.0	0%	-5%	-13%
毛利润	241.7	272.2	302.8	241.9	284.9	346.3	0%	-4%	-13%
非 GAAP 经营利润	101.7	131.9	175.0	99.0	132.9	178.1	3%	-1%	-2%
非 GAAP 归母净利润 / (亏损)	104.2	129.0	163.6	101.2	124.8	165.1	3%	3%	-1%
核心毛利率	56%	56%	56%	56%	56%	56%	0.2pp	0.6pp	0.4pp
核心经营利润率	24%	27%	33%	23%	26%	29%	0.7pp	1.3pp	3.8pp
核心净利润率	24%	27%	31%	24%	24%	27%	0.8pp	2.3pp	3.8pp

资料来源：公司、彭博、招商证券（香港）预测；一致预测数据截至 2025 年 8 月 25 日

SOTP 估值

基本情境下，我们给予国内拼多多主站 10 倍的市盈率，高于阿里巴巴淘天集团和京东零售的 8 倍目标市盈率，基于：1) 拼多多 GMV 增长更快；2) 即时零售业务投资审慎（在用户/商家补贴或供应链方面无激进策略）；3) 2025 年下半年预计因基数较低和效率提升，盈利增长有望恢复。

我们给予多多买菜 10 倍的市盈率，但基于地缘政治风险我们并未给予 TEMU 估值。然而，我们认为 TEMU 可能是潜在的上行催化剂：1) 积极的业务发展，如全球扩展和新业务模式（例如半托管模式和热门商家）；2) TEMU 表现好转和关税政策放松或将带来估值重估。

图 10: SOTP 估值

十亿元人民币	悲观	基本	乐观	理想		悲观	基本	乐观	理想
国内拼多多主站					TEMU				
GMV	5,573	5,675	5,827	6,080	GMV	445	594	674	770
同比增长	10%	12%	15%	20%	同比增长	0%	23%	40%	60%
货币化率	4.5%	4.9%	5.0%	5.0%	货币化率	25.0%	28.9%	30.0%	35.0%
收入	251	277	291	304	收入	111	172	202	270
同比增长	2%	13%	19%	24%	同比增长	-27%	12%	32%	76%
营业利润率	50.0%	52.9%	53.0%	55.0%	营业利润率	-15.7%	-11%	5.0%	8.0%
营业利润/GMV	2.3%	2.6%	2.7%	2.8%	营业利润/GMV	-3.9%	-3.1%	1.5%	2.8%
净利润 (@15%税率)	107	125	131	142	净利润 (@15%税率)	(15)	(16)	9	18
同比增长	0%	17%	23%	33%	同比增长	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
目标市盈率 (倍)	8	10	12	14	目标市盈率 (倍)	0	0	10	15
目标价值	853	1,247	1,575	1,990	目标价值	0	0	86	275
上涨/下跌空间	-35%	-5%	20%	52%					
多多买菜					分部价值 (百万元人民币)	864	1,277	1,723	2,372
GMV	266	278	291	304	净现金 (50%折让)		239		
同比增长	5%	10%	15%	20%	集团价值 (百万元人民币)	1,103	1,516	1,962	2,611
货币化率	10.0%	11.8%	12.8%	13.8%	股数 (百万)		1,428		
收入	27	33	37	42	每股价值 (人民币)	772	1,062	1,373	1,828
同比增长	-11%	10%	25%	40%	人民币/美元		7.20		
营业利润率	5.0%	11.0%	13.0%	15.0%	每股价值 (美元)	107	147	191	254
营业利润/GMV	0.5%	1.3%	1.7%	2.1%	上涨/下跌空间	-16%	16%	50%	99%
净利润 (@15%税率)	1.1	3.1	4.1	5.4	目标价对应市盈率	2024	2025E	2026E	2027E
同比增长	-48%	43%	92%	149%	对应基本情境市盈率	12.4	14.6	11.8	9.3
目标市盈率 (倍)	10	10	15	20	对应乐观情境市盈率		11.1	9.4	7.8
目标价值	11	31	62	107	对应悲观情境市盈率		17.8	13.8	10.5

资料来源：公司、招商证券（香港）预测

图11: TEMU于4月推出新型“半托管Y2模式”以支持商家

对比维度	全托管模式	半托管 Y2 模式	半托管 Local 模式
核心定义	平台全权负责物流、运营、售后，卖家仅供货至国内仓	卖家从中国直发美国，平台管控物流面单，无需海外仓备货	卖家提前备货至美国海外仓，自主管理库存与尾程配送
发货地点	平台国内仓 → 平台负责国际物流及尾程配送	中国境内直发 → 美国清关 → 平台指定尾程配送 (USPS/FedEx/UPS)	美国海外仓 → 自主安排尾程配送 (需符合平台时效)
物流时效	3-5 天 (海外仓发货)	14 天 (备货 9 天+配送 5 天)	1-3 天 (美国本土发货)
成本结构	平台承担全部物流、清关费用，卖家支付仓储费 (约 5 元人民币/立方米/天起)	卖家承担头程运费+清关+尾程费用，无海外仓成本	卖家承担海外仓费用 (约 15-25 美元/立方米/月) 及尾程配送成本
库存风险	平台承担滞销风险	零库存压力，按需发货	卖家承担囤货风险，滞销需自行处理
平台介入程度	完全控制定价、流量分配、售后	管控物流面单与核价权，卖家自主选择头程货代	平台保留定价权，卖家负责库存管理与尾程配送
适用场景	- 无跨境经验的新手卖家 - 低客单价跑量商品	- 资金有限的中小卖家测款 - 季节性/流行性商品 - 供应链强大的大卖测品	- 有稳定销量的成熟卖家 - 高单价/高复购商品 - 需快速履约的本地化运营
流量扶持	无特殊扶持 (2025 年 4 月后流量向半托管倾斜)	搜索页加权、推荐位优先 (新入驻卖家红利期)	普通半托管流量分配，需通过爆款运营争取曝光

资料来源: 公司数据、招商证券 (香港)

估值对比

公司名称	股票代码	货币	招商证券评级	股价	招商证券目标价	上涨空间 (%)	市值 (十亿美元)	EV/EBITDA (倍)		市盈率 (倍)		PEG*	市销率 (倍)	P/OCF (倍)	净资产收益率 (%)		2025-2027E 年复合增速		
								FY25E	FY26E	FY25E	FY26E	FY26E	FY25E	FY25E	FY25E	FY26E	收入	净利润	EBITDA
腾讯	700 HK	港元	增持	614.5	700.0	13.9	721.5	12.4	10.8	19.6	17.4	1.3	6.9	19.1	23.7	22.4	9.8	13.0	13.3
阿里巴巴	BABA US	美元	增持	124.4	146.0	17.4	296.5	16.4	14.3	13.5	16.3	2.8	2.1	13.0	15.8	12.6	11.0	5.9	11.5
拼多多	PDD US	美元	增持	128.2	147.0	14.7	182.0	13.4	9.2	12.6	10.2	0.4	3.1	12.0	28.8	27.4	14.9	25.3	38.7
美团	3690 HK	港元	增持	122.3	156.0	27.6	95.7	11.1	8.9	20.6	13.3	0.3	1.8	14.9	18.0	23.4	15.7	39.6	21.5
网易	NTES US	美元	增持	135.6	161.0	18.7	85.9	15.3	14.2	14.7	13.8	2.0	5.4	14.2	26.7	23.8	6.4	6.8	8.4
京东	JD US	美元	增持	32.0	42.0	31.3	46.5	12.6	7.3	11.6	8.4	0.3	0.3	7.6	20.3	12.1	6.5	31.8	53.9
腾讯音乐	TME US	美元	增持	25.7	29.2	13.5	39.8	22.2	20.5	32.1	28.7	2.5	9.2	24.6	13.8	10.7	9.7	11.6	11.5
看准科技	BZ US	美元	增持	22.9	26.0	13.5	11.0	10.9	10.1	22.6	19.4	1.2	9.6	18.0	22.1	22.6	11.3	15.6	12.6
哔哩哔哩	BILI US	美元	增持	23.3	30.0	29.0	9.8	16.6	12.5	29.9	21.1	0.6	2.3	21.9	6.7	12.0	8.9	34.7	27.8
云音乐	9899 HK	港元	增持	287.6	330.0	14.7	8.0	27.0	22.6	19.3	23.7	n.a.	7.3	21.7	25.6	16.9	12.2	n.a.	20.7
赤子城	9911 HK	港元	增持	10.2	12.2	19.5	1.8	9.4	7.6	11.8	9.3	0.4	1.9	16.2	54.0	34.5	19.1	22.8	26.0
唯品会	VIPS US	美元	增持	17.0	19.5	15.0	8.7	10.0	7.4	7.1	6.9	2.3	0.6	5.2	7.1	6.9	2.3	3.0	25.6
携程	TCOM US	美元	未评级	65.9	n.a.	n.a.	43.1	15.4	13.2	17.4	15.2	1.0	5.8	17.7	10.8	11.1	13.4	14.8	16.3
百度	BIDU US	美元	未评级	91.9	n.a.	n.a.	32.2	2.8	2.3	11.9	11.0	0.9	1.7	7.3	7.2	6.4	5.3	12.7	18.1
快手	1024 HK	港元	未评级	78.8	n.a.	n.a.	43.5	9.9	8.4	15.4	13.1	0.7	2.5	12.3	24.6	23.1	8.9	17.5	17.3
滴滴	DIDIY US	美元	未评级	5.7	n.a.	n.a.	27.6	13.4	9.2	30.7	19.1	0.4	1.0	16.9	7.3	11.1	8.5	50.9	38.7
阅文	772 HK	港元	未评级	41.3	n.a.	n.a.	5.4	24.7	22.9	28.9	25.9	2.2	4.8	22.7	6.8	6.7	7.0	11.9	10.2
美图	1357 HK	港元	未评级	10.6	n.a.	n.a.	6.2	36.5	26.2	47.9	36.2	1.2	n.a.	40.9	14.9	17.0	22.2	30.4	36.7
欢聚	JOYY US	美元	未评级	52.5	n.a.	n.a.	2.7	3.2	2.7	10.3	9.8	1.2	1.2	7.3	5.0	5.2	6.6	8.3	15.6
陌陌	MOMO US	美元	未评级	8.3	n.a.	n.a.	1.3	4.7	4.4	6.9	6.7	1.6	0.9	6.4	10.6	10.0	3.7	4.3	5.3
爱奇艺	IQ US	美元	未评级	2.4	n.a.	n.a.	2.3	9.5	5.7	48.7	15.8	n.a.	0.6	7.8	0.8	5.8	3.8	n.a.	41.3
雅乐科技	YALA US	美元	未评级	7.8	n.a.	n.a.	1.2	n.a.	n.a.	7.8	7.4	1.6	3.6	n.a.	19.5	17.6	5.8	4.6	n.a.
斗鱼	DOYU US	美元	未评级	8.6	n.a.	n.a.	0.3	3.7	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	0.4	n.a.	n.a.	2.7	n.a.	n.a.	n.a.
虎牙	HUYA US	美元	未评级	3.3	n.a.	n.a.	0.7	23.0	8.8	29.7	23.2	0.6	0.9	18.9	2.3	3.7	5.3	39.3	n.a.
微博	WB US	美元	未评级	11.6	n.a.	n.a.	2.8	4.5	4.5	6.0	5.9	2.2	1.6	5.4	11.1	10.2	2.8	2.7	2.8
中国公司均值								14.2	11.5	20.1	15.8	1.2	3.4	15.6	16.8	15.4	9.7	18.3	22.4
亚马逊	AMZN US	美元	增持	227.9	271.0	18.9	2,431.0	15.0	12.6	27.3	23.5	1.2	3.8	17.3	21.1	19.3	10.7	28.0	31.7
谷歌	GOOGL US	美元	增持	208.5	审视中	n.a.	2,525.4	14.5	12.6	19.7	18.7	2.4	7.2	17.2	31.3	27.3	12.3	18.7	15.6
Meta	META US	美元	增持	753.3	866.0	15.0	1,892.4	18.5	15.5	22.9	20.4	1.7	n.a.	17.4	35.3	29.2	15.5	7.8	21.5
奈飞	NFLX US	美元	增持	1,218.1	1,423.0	16.8	517.6	37.0	30.8	44.9	39.1	1.9	n.a.	56.0	42.4	45.2	12.2	26.0	22.8
优步	UBER US	美元	增持	95.2		n.a.	198.4	23.3	18.4	24.8	23.2	1.7	4.5	20.9	28.4	27.8	14.9	n.a.	n.a.
Spotify	SPOT US	美元	增持	694.8	766.0	10.2	144.9	n.a.	37.9	n.a.	n.a.	0.8	8.5	47.3	19.6	28.7	14.5	49.9	49.0
Lyft	LYFT US	美元	增持	17.1	21.1	23.6	6.9	11.4	8.9	14.1	11.9	0.8	1.2	7.5	24.7	18.9	12.8	20.2	n.a.
海外公司均值								19.9	19.5	25.6	22.8	1.5	5.0	26.2	29.0	28.1	13.3	25.1	28.1

注：股价采用 2025 年 8 月 25 日 (所有市场)；未评级公司的未来预测是基于彭博市场共识；资料来源：彭博、公司、招商证券 (香港) 预测

财务预测表

十亿元人民币	2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	59.8	57.8	85.4	136.5	204.2
限制性现金	62.0	68.4	69.1	69.8	70.5
短期投资	157.4	273.8	328.6	394.3	473.1
预付款及其他流动资产	4.2	4.4	8.6	9.6	10.7
物业及设备净额	1.0	0.9	2.7	4.9	7.4
其他	63.7	99.8	123.8	148.0	176.7
总资产	348.1	505.0	618.2	763.0	942.7
商家应付款	75.0	91.7	107.0	120.5	134.1
应计费用和其他负债	55.4	69.1	68.5	77.2	85.8
保证金	16.9	16.5	16.5	16.5	16.5
借款合计	10.2	10.6	10.9	11.3	11.7
其他	3.4	3.9	5.3	6.1	6.9
总负债	160.8	191.7	208.2	231.5	254.8
权益总额	187.2	313.3	410.0	531.5	687.8

现金流量表

十亿元人民币	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业活动现金流	94.2	121.9	83.3	117.8	147.7
净利润	60.0	112.4	95.9	120.7	155.4
折旧及摊销	1.9	2.6	-0.8	-1.0	-1.2
营运资金变动	26.5	8.0	-12.1	-2.3	-6.9
其他	5.8	-1.2	0.3	0.3	0.4
投资活动现金流	-55.4	-118.4	-55.8	-66.9	-80.2
资本支出	-0.6	-1.0	-1.1	-1.2	-1.3
短期投资净额	-16.8	-63.0	-54.8	-65.7	-78.9
其他	-38.0	-54.4	0.0	0.0	0.0
筹资活动现金流	-9.0	0.0	0.8	0.9	0.9
股权发行所得款项	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
借款所得款项	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
其他	-9.0	0.0	0.8	0.9	0.9
净现金流	29.5	4.4	28.3	51.8	68.4

资料来源：公司数据，彭博，招商证券（香港）预测；注：股价采用 2025 年 8 月 25 日收盘价

利润表

十亿元人民币	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	247.6	393.8	428.0	482.2	536.3
营收成本	-91.7	-153.9	-186.3	-209.9	-233.4
毛利润	155.9	239.9	241.7	272.2	302.8
销售及营销费用	-82.2	-111.3	-126.5	-126.4	-115.7
一般及行政费用	-4.1	-7.6	-6.8	-7.7	-9.4
产品开发	-11.0	-12.7	-15.1	-14.6	-11.0
营业费用	-97.2	-131.5	-148.3	-148.7	-136.1
营业利润	58.7	108.4	93.3	123.6	166.7
非 GAAP 营业利润	65.8	118.3	101.7	131.9	175.0
利息支出	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
利息及投资收入	10.2	20.6	19.9	21.8	20.5
其他收入	3.0	3.7	2.3	0.0	0.0
税前利润	71.9	132.7	115.6	145.4	187.2
所得税	-11.8	-20.3	-19.6	-24.7	-31.8
净利润	60.0	112.4	95.9	120.7	155.4
归属于股东的非 GAAP 净利润	67.9	122.3	104.2	129.0	163.6

财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
年成长率					
收入合计	90%	59%	9%	13%	11%
非 GAAP 营业利润	227%	73%	79%	13%	25%
归属于股东的非 GAAP 净利润	72%	80%	-15%	24%	27%
盈利能力					
毛利率	63.0%	60.9%	56.5%	56.5%	56.5%
非 GAAP 营业利润率	26.6%	30.0%	23.8%	27.3%	32.6%
归属于股东的非 GAAP 净利润率	27.4%	31.1%	24.3%	26.7%	30.5%
ROE	44.5%	48.9%	28.8%	27.4%	26.8%
ROA	20.5%	26.4%	17.1%	17.5%	18.2%
每股比率 (人民币)					
非 GAAP 基本每股盈利	50.2	90.4	77.0	95.3	120.9
非 GAAP 摊薄每股盈利	47.5	85.6	72.9	90.3	114.6
非 GAAP 摊薄每股盈利(美元)	6.6	11.9	10.1	12.5	15.9
估值比率					
市盈率(x)	19.3	10.7	12.6	10.2	8.0
市净率(x)	10.0	6.0	4.6	3.5	2.7
市销率(x)	7.6	4.8	4.4	3.9	3.5

投资评级定义

行业投资评级	定义
推荐	预期行业整体表现在未来 12 个月优于市场
中性	预期行业整体表现在未来 12 个月与市场一致
回避	预期行业整体表现在未来 12 个月逊于市场

公司投资评级	定义
增持	预期股价在未来 12 个月上升 10% 以上
中性	预期股价在未来 12 个月上升或下跌 10% 或以内
减持	预期股价在未来 12 个月下跌 10% 以上

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明:(i)本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对所评论的证券和发行人的看法;(ii)该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相关系。

监管披露

有关重要披露事项,请参阅本公司网站之「披露」网页 <http://www.newone.com.hk/cmshk/gb/disclosure.html> 或 <http://www.cmschina.com.hk/Research/Disclosure>。

免责声明

本报告由招商证券(香港)有限公司提供。本报告的信息来源于被认为可靠的公开资料,但招商证券(香港)有限公司、其母公司及关联机构、任何董事、管理层、及员工(统称“招商证券”)对这些信息的准确性、有效性和完整性均不作任何陈述及保证。招商证券对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失,概不负责。

本报告中的内容和意见仅供参考,其并不构成对所述证券或相关金融工具的建议、出价、询价、邀请、广告及推荐等。本报告中讨论的证券,工具或策略,可能并不适合所有投资者,某些投资者可能没有资格参与其中的一些或全部。某些服务和产品受法律限制,不能在全球范围内不受限制地提供,和/或可能不适合向所有投资者出售。招商证券并非于美国登记的经纪自营商,除美国证券交易委员会的规则第 15(a)-6 条款所容许外,招商证券的产品及服务并不向美国人提供。

招商证券可随时更改报告中的内容、意见和估计等,且并不承诺提供任何有关变更的通知。过往表现并不代表未来表现。未来表现的估计,可能基于无法实现的假设。本报告包含的分析,基于许多假设。不同的假设可能导致重大不同的结果。由于使用不同的假设和/或标准,此处表达的观点可能与招商证券其他业务部门或其他成员表达的观点不同或相反。

编写本报告时,并未考虑投资者的财务状况和投资目标。投资者自行决定使用其中的任何信息,并承担风险。投资者须按照自己的判断,决定是否使用本报告所载的内容和信息,并自行承担相关的风险。且投资者应自行索取独立财务及/或税务专业意见,并按其本身的投资目标及财务状况自行评估个别投资风险,而非本报告作出自己的投资决策。

招商证券可能会持有报告中所提到公司所发行的证券头寸并进行交易,还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权归招商证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和刊登。对于因使用或分发本文档而引起的任何第三方索赔或诉讼，招商证券不承担任何责任。

本报告仅在适用法律允许的情况下分发。如果在任何司法管辖区、任何法律或法规禁止或限制下，您仍收到本报告，则不旨在分发给您。尤其是，本报告仅提供给根据美国证券法允许招商证券接触的某些美国人，而不能以其他方式直接或间接地将其分发或传播入美国境内或给美国人。

在香港，本报告由招商证券（香港）有限公司分发。招商证券（香港）有限公司现持有香港证券及期货事务监察委员会（SFC）所发的营业牌照，并由 SFC 按照《证券及期货条例》进行监管。目前的经营经营范围包括第 1 类（证券交易）、第 2 类（期货合约交易）、第 4 类（就证券提供意见）、第 6 类（就机构融资提供意见）和第 9 类（提供资产管理）。

在韩国，专业客户可以通过 China Merchants Securities (Korea) Co., Limited 要求获得本报告。

在英国，本报告由 China Merchants Securities (UK) Limited 分发。本报告可以分发给以下人士：(1) 符合《2000 年金融服务和市场法》（2005 年金融促进）令第 19(5)章定义的投资专业人士；(2) 符合该金融促进令第 49(2)(a)至(d)章定义高净值的公司、或非法人协会等；或(3) 可以通过合法方式传达或促使其进行投资活动的邀请或诱使的人（根据《2000 年金融服务和市场法》第 21 条的定义）（所有这些人一起被称为“相关人”）。本报告仅针对相关人员，非相关人员不得对其采取行动或依赖该报告。本报告所涉及的任何投资或投资活动仅对相关人员开放，并且仅与相关人员进行。

如本免责条款的中、英文两个版本有任何抵触或不相符之处，须以英文版本为准。

© 招商证券（香港）有限公司 版权所有

香港

招商证券（香港）有限公司
香港中环交易广场一期 48 楼
电话：+852 3189 6888
传真：+852 3101 0828