

## 互联网电商

2025年08月27日

## 拼多多 (PDD)

——千亿扶持助力商家降本增效，生态优化聚焦长期增长

报告原因：有业绩公布需要点评

买入 (维持)

## 投资要点：

- 据公司公告，拼多多 2Q25 实现营收 1040 亿元（市场一致预期 1039 亿元），同比增长 7%，经营利润同比降低 21%至 258 亿元，Non-GAAP 归母净利润同比降低 5%至 327 亿元（市场一致预期 224 亿元），业绩表现超预期。
- “千亿扶持”计划加速落地，生态优化下营收表现符合预期。2Q25 平台“百亿减免”升级为“千亿扶持”，首次在电商行业开启了千亿级别的惠商行动，助力平台千万商家实现高质量发展。据公司公告，交易服务收入同比增长 1%至 483 亿元（低于市场一致预期 489 亿元），线上营销服务收入同比增长 13%至 557 亿元（高于市场一致预期 549 亿元），我们预计平台在减佣降本持续推进的情况下，公司货币化率将保持稳定。据公司发布的《2025 农产品上行半年报》，在“千亿扶持”计划提出后“2025 多多好特产”专项行动加速落地，带动平台农产品销量同比增长 47%，优质品种、新质商品等 SKU 增长 54%，供需两端推进农业产业新质转型。我们认为平台对自身优势壁垒定位精准，并通过“千亿扶持”的大力投入强化核心客群心智，持续激活平台生态活力。
- 平台费用结构持续优化，短期利润超预期，看好长期生态投入助力平台高质量发展。据公司公告，2Q25 公司毛利润为 581 亿元，同比-8%，毛利率同比下降 9.4pct 至 55.9%。2Q25 总运营费用为 323 亿元，占收入比重为 31.1%，同比-0.6pct。2Q25 销售费用率为 26.2%，同比-0.7pct。管理费用率/研发费用率分别为 1.5%/3.5%，同比分别-0.4/+0.5pct，公司控费能力有效提升，费用结构持续优化。2Q25 研发费用达 35.9 亿元，同比增长 23.5%，表明平台继续加大技术投入与商家赋能。另外，叠加公司 2Q25 利息与投资收益同比大幅增长 114.7%达 104 亿元的影响，公司实现 Non-GAAP 归母净利润 327 亿元（高于市场一致预期 224 亿元），同比降低 5%，净利率为 31.5%，同比下降 4.0pct，降幅显著收窄。据人民网，平台“千亿扶持”计划中首批惠商举措快速落地，供给端上线大批全国特色农特产产品，需求端投入商家实现减佣降费、持续扩大“国补”等品类的补贴范围和补贴力度。我们认为公司将继续坚持长期主义，加大对产业生态的投入力度，尽管短期业绩可能承压，但夯实了长期高质量发展的基础。
- Temu 应对关税布局多元市场和半托管供给，多多买菜坚定投入回报可期。8 月中美关税谈判继续延后，但 8 月 29 日起全面取消小额包裹免税入境政策并未搁置，因此 Temu 平台仍将面临较大的商品价格上涨压力。据晚点 LatePost，Temu 已经在前一轮关税波动中探索出有效应对方案：1) 通过拓展美国以外的市场优化结构，Temu 半托管在东南亚、欧洲、中东、南美等多个国家开放，美国占 GMV 比重缩减至 35%。2) 加速半托管商家布局，在本地积极招募有货盘与履约能力的供给，并针对全托管商家推出 Y2 半托管方案选项。据蓝鲸新闻，公司在 Q2 业绩电话会上提出，多多买菜在面对竞对退出的情况下仍会继续加大符合自身业务规划的投入。我们认为此举将弥补传统电商供应链在生鲜品类上的不足，未来或将在品类、服务质量、生活时效等方面做更多的长期投入，看好多多买菜继续聚焦社区团购赛道，通过强化自身生鲜供应链壁垒在细分赛道中收获长期回报。
- 维持“买入”评级。公司聚焦主业和核心品类加大投入，产业端加速实现新质转型，短期利润波动不改长期主义信念。公司费用投放效率边际优化，出海业务多区域布局分散关税风险，长期来看平台货币化率和市场份额仍有提升空间。考虑到集团当季利润超预期，我们小幅上调 25 年归母净利润预测至 1024 亿元（原值为 1011 亿元），维持 26-27 年归母净利润预测为 1386/1689 亿元，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。

## 市场数据：2025年8月26日

收盘价 (美元)	123.91
纳斯达克指数	21544.27
52 周最高/最低 (美元)	155.67/87.11
美股市值 (亿美元)	1759
流通股 (亿股)	56.8
汇率 (美元/人民币)	7.15

## 一年内股价与基准指数对比走势：



资料来源：Bloomberg

## 相关研究

《拼多多 (PDD) 点评：千亿扶持打造共赢生态，供给改革抵御外部冲击》  
2025/05/29

《拼多多 (PDD) 点评：供需侧加大投入构建共赢生态，聚焦高质量发展》  
2025/03/23

## 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

## 财务数据及盈利预测

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	247639	393836	404873	439021	501347
同比增长率 (%)	89.68	59.04	2.80	8.43	14.20
Non-GAAP 归母净利润 (百万元)	67899	122318	102430	138571	168911
同比增长率 (%)	72%	80%	-16%	35%	22%
调整后每股收益 (元)	46.17	82.83	69.36	93.83	114.38
ROE (%)	.	.	.	.	.
市盈率 (倍)	19.2	10.7	12.8	9.5	7.8
市净率 (倍)	7.0	4.2	3.0	2.2	1.7

注：EPS 为 Non-GAAP 每股摊薄美国存托股收益

## Continued merchant support and ecosystem optimisation to spur long-term growth

PDD reported FY2Q25 revenue of Rmb104.0bn (+7% YoY), above consensus estimates of Rmb103.9bn. Operating profit fell 21% YoY to Rmb25.8bn, while non-GAAP net profit dropped 5% YoY to Rmb32.7bn (vs. the consensus forecast of Rmb22.4bn), exceeding our expectations.

**Accelerated implementation of the “100 billion support” strategy.** 1H25 revenue came in line with expectations under ecological optimisation. In 2Q25, the platform upgraded its “10 billion reduction” initiative to a “100 billion support” strategy, launching the first billion-level business support initiative in the e-commerce industry to help millions of merchants achieve high-quality development. According to the company announcement, transaction service revenue reached Rmb48.3bn (+1% YoY, below consensus of Rmb48.9bn), while online marketing service revenue reached Rmb55.7bn (+13% YoY, above consensus of Rmb54.9bn). We expect the monetisation rate of the platform will remain stable due to continuous reducing commissions and cutting costs. According to the company's “2025 Agricultural Products Upselling Mid-Year Report”, following the launch of the “100 billion support” strategy, the “2025 More Good Specialties” campaign was accelerated, driving a 47% YoY increase in agricultural product sales on the platform, with a 54% increase in SKUs for high-quality varieties and new-quality products, and promoting new-quality transformation in the agricultural industry from both supply and demand sides. We believe the platform has accurately positioned its core competitive advantages, and that the significant investments in the “100 billion support” strategy has strengthened its core customer base's brand loyalty, continuously revitalising the platform's ecosystem.

### **Higher-than-expected short-term profits on continued fee structure optimisation.**

We are optimistic that long-term ecological investment will contribute to the high-quality development of the platform. According to the company announcement, gross profit fell 8% YoY to Rmb58.1bn in 2Q25, with gross margin down 9.4pct to 55.9%. Total operating expenses were Rmb32.3bn, fell to 31.1% of revenue (-0.6pct YoY). The sales expense ratios fell to 26.2% (-0.7pct YoY). The management expense and R&D expense ratios reached 1.5% (-0.4pct YoY) and 3.5% (+0.5pct YoY), respectively, indicating that the company's cost control efforts are improved effective, with an optimised expense structure. R&D spending reached Rmb3.59bn (+23.5% YoY), maintaining rapid growth, which reflected the platform's increasing technological investment to promote high-quality ecosystem development. In addition, driven by a significant increase in interest and investment income of Rmb10.4bn (+114.7% YoY), the company achieved a non-GAAP net profit of Rmb.bn (-% YoY, above consensus of Rmb.bn), with a net margin of

31.5% (-4.0pcts YoY). According to People's Daily, the first batch of merchant-friendly measures under the platform's '100 billion support' strategy have been swiftly implemented. While a large number of specialty agricultural products have been launched on the supply side, merchants have benefited from reduced commissions and fees. Meanwhile, the scope and intensity of subsidies for categories such as 'national subsidies' has been further expanded. We believe the company will continue to adhere to a long-term strategy, increasing investments in the industrial ecosystem. While short-term performance may face pressure, this lays a solid foundation for long-term high-quality development.

**Temu is responding to tariffs by expanding to diversified market and adopting a semi-managed supply model.** In mid-August, US-China tariff negotiations were further delayed, but the policy to fully eliminate duty-free entry for small parcels starting 29 August has not been postponed. As a result, the Temu platform will continue to face significant pressure from rising commodity prices. According to LatePost, Temu has already developed effective strategies to address the previous round of tariff fluctuations: 1) Expanding into non-US markets: Temu's semi-managed model has been launched in multiple countries across Southeast Asia, Europe, the Middle East, and South America, reducing the US' share of GMV to 35%; 2) Accelerating the expansion of semi-managed merchants, actively recruiting local suppliers with inventory and fulfilment capabilities, and introducing the Y2 semi-managed option for fully managed merchants. According to Lanjing News, the company stated during its Q2 earnings conference call that despite competitors exiting the market, Duoduo Maicai will continue to increase investments aligned with its business strategy. We believe this move will address the shortcomings of traditional e-commerce supply chains in the fresh produce category. In the future, the company may make further long-term investments in product categories, service quality, and delivery efficiency. We are optimistic about Duoduo Maicai's continued focus on the community group buying sector and its efforts to strengthen its fresh produce supply chain barriers, which will likely yield long-term returns in this niche market.

**Maintain BUY.** The company is increasing investment in its core business and key product categories, while accelerating business transformation. The short-term earnings pressure ensued will not dampen its long-term growth momentum. Meanwhile, it is optimising expenditure efficiency and diversifying overseas business across multiple regions to mitigate tariff risks. Thus, we see room for improvement in terms of platform monetisation rates and market share in the long run. Considering the company's quarterly profits exceeded expectations, we slightly raised our net profit forecasts from Rmb101.1bn to Rmb102.4bn in 25E, and maintained our 26-27E net profit forecasts at Rmb138.6bn and Rmb168.9bn. 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	404,873	439,021	501,347
营业成本	-91,724	-153,900	-171,500	-162,153	-170,426
毛利润	155,916	239,936	233,373	276,869	330,921
其他收支	2,953	3,120	3,430	380	380
一般及管理费用	-4,076	-7,553	-7,188	-7,109	-7,520
营销费用	-82,189	-111,301	-121,544	-122,262	-134,110
调整后 EBITDA	68,002	118,476	100,415	143,720	181,795
调整后 EBIT	65,778	118,306	100,263	143,582	182,906
财务费用	10,194	20,553	21,270	23,253	21,692
税前利润	71,881	132,684	114,487	156,914	197,144
所得税费用	-11,850	-20,267	-21,224	-28,245	-35,486
<b>Non-GAAP 归普净利润</b>	<b>67,899</b>	<b>122,318</b>	<b>102,430</b>	<b>138,571</b>	<b>168,911</b>

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	maojiong@swhy.com
银行团队	李庆	021-33388245	liqing3@swhy.com
华北组	肖霞	010-66500628	xiaoxia@swhy.com
华南组	张晓卓	13724383669	zhangxiaozhuo@swhy.com
华东创新团队	朱晓艺	021-33388860	zhuxiaoyi@swhy.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swhy.com

### 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。

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。