

2025年08月26日

拼多多(PDD.US)

SDICSI

公司动态分析

证券研究报告

软件与互联网

2 季度利润大幅超预期，重申长期生态投入决心

拼多多2季度经调整净利润超彭博一致预期46%，主要因营销投入效率优化及投资收益好于预期。管理层重申长期生态投入的决心和力度。我们上调2025年利润预测21%，微调2026年利润预测，维持增持评级。建议关注国内主站补贴边际变化及海外TEMU的区域拓展情况。

报告摘要

2 季度净利润大幅超市场预期：总收入为1,040亿元（人民币，下同，列明除外），符合彭博一致预期，同比增7%，延续增速放缓趋势。其中，在线营销及其他收入同比增13%，交易服务收入同比增1%。经调整净利润327亿元，同比降5%，对比1Q25同比降幅为45%，较市场预期（224亿元）高46%，预期差主要来自营销费用低于预期22%，叠加投资收益（同比+115%）超预期。

管理层重申长期生态投入的决心和力度：根据业绩电话会，公司在国内电商主站、多多买菜、海外TEMU均会保持长期投入力度，投入周期及回报周期的不匹配仍会导致利润或有季度波动。1) 电商主站：未来三年“千亿扶持”计划，加码高质量电商生态建设，投入方向主要为商户扶持、产业带升级、物流服务、新质供给等。2) 多多买菜：目前已覆盖超70%行政村，未来将拓展品类、提升商品品质及履约时效。3) 海外TEMU：管理层认为海外业务尚在发展初期，未来将强化本地化运营、丰富品类供给、提升履约效率。

怎么看业务前景？1) 国内主站：2季度国内实物商品网上零售额同比增6.3%（统计局数据），我们测算公司国内主站GMV及收入增速仍快于行业增速，但与主要竞对的增速差呈缩小趋势。考虑竞对在即时零售的投入加码、“国补”提振等，我们估算下半年拼多多主站GMV增速相对竞对的领先优势将持续缩小，收入或有持续放缓趋势。考虑基数效应，主站的利润率波动或持续。中长期看，国内主站与竞对的差异化站位仍明显，在下沉市场、产业带的潜力仍有待释放。2) 海外TEMU：据晚点LatePost报道，上半年TEMU GMV为350亿美元，同比增50%，我们认为增速验证其在关税变化下业务模式转型的敏捷性及运营效率。取消800美元以下关税豁免政策将于8月29日生效，半托管模式、本地运营、美国以外市场拓展等将是战略重点。考虑未来收入或更多为净额法计价，我们预计增速放缓趋势将延续3-4个季度。

财务预测及估值：我们微调2025年收入预测，预计全年收入同比增8%，其中在线营销及其他收入增13%，交易服务收入增2%。我们将2季度的超预期利润纳入全年预测，同时考虑补贴效率优于此前预期，上调2025经调整净利润预测21%，微调2026年利润预测。鉴于2025年业务调整及不确定因素，我们仍基于2026年预测估值；考虑同业估值水平及公司业务前景，给予13.0x 2026年市盈率（前值：10.0x 2026E P/E），上调目标价至146美元（前值：117美元），维持**增持**评级。

风险：消费疲弱预期；国内电商竞争加剧；利润波动大于预期。

财务及估值摘要

财年截止12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
收入(百万元)	247,639	393,836	423,774	474,129	526,656
同比(%)	89.7%	59.0%	7.6%	11.9%	11.1%
经调整净利润(百万元)	67,899	122,344	103,176	114,508	137,863
净利润率(%)	27.4%	31.1%	24.3%	24.2%	26.2%
市盈率(倍)	19.2	10.7	12.6	11.4	9.5
市销率(倍)	5.3	3.3	3.1	2.7	2.5
净资产收益率(%)	32%	36%	27%	29%	34%

数据来源：公司财报，国证国际预测

本报告版权属于国证国际证券（香港）有限公司，各项声明请参见报告尾页

 投资评级：**增持**
维持评级

 6 个月目标价 **146 美元**

股价(2025-08-25) 128.21 美元

总市值(百万美元)	182,013
流通市值(百万美元)	182,013
总股本(百万股)	1,420
流通股本(百万股)	1,420
12 个月低/高(美元)	87.1/133.3
平均成交(百万美元)	898

股东结构

黄峥	24.8%
腾讯(700.HK)	13.8%
其他	61.4%

股价表现

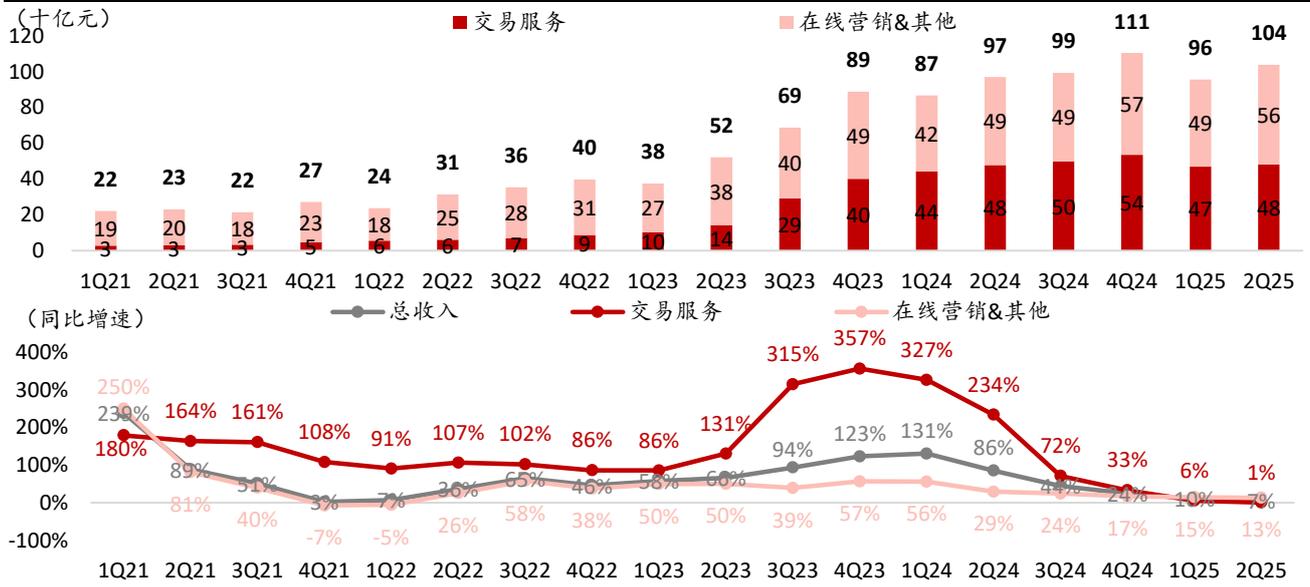

%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	6.62	-6.95	-28.31
绝对收益	8.24	7.52	-8.34

数据来源：彭博、港交所、公司

王婷

tinawang@sdicsi.com.hk

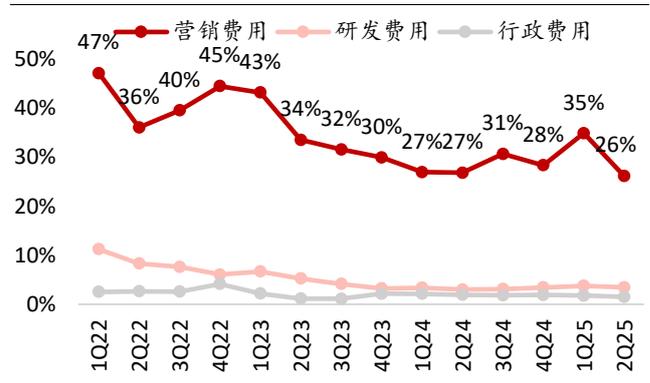
2025 年 2 季度业绩概览

图表 1: 收入及增速表现: 2Q25 总收入同比增速放缓至 7%


资料来源: 公司财报, 国证国际

图表 2: 2Q25 经调整净利润率回升至 31%


资料来源: 公司财报, 国证国际

图表 3: 2Q25 营销费用率将至 26%


资料来源: 公司财报, 国证国际

财务预测更新

图表 4：利润表预测更新

拼多多 (PDD. US) 百万元	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25E	2024	2025E	2026E	2027E
总收入	99,354	110,610	95,672	103,985	106,268	393,836	423,774	474,129	526,656
同比	44%	24%	10%	7%	7%	59%	8%	12%	11%
在线营销及其他	49,351	57,011	48,722	55,703	55,476	197,934	223,694	258,819	291,806
同比	24%	17%	15%	13%	12%	29%	13%	16%	13%
交易服务	50,003	53,599	46,950	48,282	50,792	195,902	200,079	215,309	234,849
同比	72%	33%	6%	1%	2%	108%	2.1%	8%	9%
营业成本	-39,709	-47,798	-40,947	-45,859	-45,186	-153,900	-182,853	-204,107	-211,189
毛利	59,645	62,812	54,725	58,126	61,083	239,936	240,920	270,022	315,467
毛利率	60.0%	56.8%	57.2%	55.9%	57.5%	60.9%	56.9%	57.0%	59.9%
营销费用	-30,484	-31,357	-33,403	-27,210	-32,008	-111,301	-128,564	-139,868	-155,363
同比	40%	18%	43%	4%	5%	35%	16%	9%	11%
行政费用	-1,806	-2,085	-1,659	-1,532	-1,704	-7,553	-6,868	-7,210	-7,482
同比	138%	9%	-9%	-17%	-6%	85%	-9%	5%	4%
研发费用	-3,063	-3,777	-3,578	-3,591	-3,822	-12,659	-15,412	-16,879	-18,960
同比	8%	32%	23%	23%	25%	16%	22%	10%	12%
经营利润	24,292	25,592	16,086	25,793	23,548	108,423	90,076	106,065	133,662
经营利润率	24.5%	23.1%	16.8%	24.8%	22.2%	27.5%	21.3%	22.4%	25.4%
净利润	24,981	27,447	14,742	30,753	24,440	112,435	94,692	102,700	125,576
净利润率	25.1%	24.8%	15.4%	29.6%	23.0%	28.5%	22.3%	21.7%	23.8%
经调整经营利润	26,770	27,996	18,260	27,748	25,546	118,306	98,560	117,918	145,971
Adj. OPM	26.9%	25.3%	19.1%	26.7%	24.0%	30.0%	23.3%	24.9%	27.7%
经调整净利润	27,459	29,851	16,916	32,708	26,438	122,344	103,176	114,508	137,863
Adj. NPM	27.6%	27.0%	17.7%	31.5%	24.9%	31.1%	24.3%	24.2%	26.2%

资料来源：公司财报，国证国际预测

附表：财务报表预测

利润表						资产负债表					
(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	247,639	393,836	423,774	474,129	526,656	现金及现金等价物	59,794	57,768	62,159	69,545	77,250
营业成本	-91,724	-153,900	-182,853	-204,107	-211,189	受限制现金	61,985	68,426	73,628	82,377	91,503
毛利润	155,916	239,936	240,920	270,022	315,467	短期投资	157,415	273,792	303,909	337,339	374,446
销售费用	-82,189	-111,301	-128,564	-139,868	-155,363	预付账款及其他	15,555	15,662	18,576	20,416	24,785
研发费用	-10,952	-12,659	-15,412	-16,879	-18,960	流动资产总额	294,750	415,648	458,272	509,677	567,984
行政费用	-4,076	-7,553	-6,868	-7,210	-7,482	物业、厂房及设备	980	879	2,005	1,726	1,861
经营利润	58,699	108,423	90,076	106,065	133,662	使用权资产	4,105	5,064	4,238	4,741	5,267
利息及其他	10,238	20,553	20,979	15,021	15,772	无形资产	21	19	2,119	2,371	2,633
税前利润	71,881	132,684	114,101	121,489	149,590	其他非流动资产	48,222	83,423	85,527	66,397	79,020
所得税	-11,850	-20,267	-19,369	-18,743	-23,995	总资产	348,078	505,034	552,161	584,911	656,765
净利润	60,027	112,435	94,692	102,700	125,576	应付商户款项	74,997	91,656	105,404	120,161	135,782
经调整净利润	67,899	122,344	103,176	114,508	137,863	应付费用及其他负债	55,351	69,142	67,656	75,520	78,140
						商户保证金	16,879	16,461	18,930	21,580	24,385
						其他应付账款	5,674	11,164	6,390	7,147	7,857
						流动负债总额	152,901	188,423	198,380	224,407	246,164
						租赁负债	2,644	3,192	3,287	3,386	3,488
						其他非流动负债	60	107	110	113	117
						总负债	160,837	191,721	201,777	227,906	249,769
						普通股	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
						实收资本	107,293	117,829	122,071	127,998	134,152
						留存收益	75,119	187,421	282,114	384,814	510,390
						股东权益总额	187,242	313,313	350,384	357,005	406,997
						负债及权益总额	348,078	505,034	552,161	584,911	656,765
						现金流量简表					
						(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
						经营活动现金流	94,163	154,209	117,954	140,885	157,636
						投资活动现金流	-55,431	-116,276	-31,242	-33,151	-37,243
						融资活动现金流	-8,961	-681	-715	-751	-788
						期初现金	92,300	121,780	158,912	244,795	351,672
						期末现金	121,780	158,912	244,795	351,672	471,120

资料来源：公司财报，国证国际预测（注：市盈率基于经调整净利润；财年截至12月31日）

客户服务热线

香港: 2213 1888

国内: 40086 95517

免责声明

此报告只提供给阁下作参考用途,并非作为或被视为出售或购买或认购证券的邀请或向任何特定人士作出邀请。此报告内所提到的证券可能在某些地区不能出售。此报告所载的资料由国证国际证券(香港)有限公司(国证国际)编写。此报告所载资料的来源皆被国证国际认为可靠。此报告所载的见解,分析,预测,推断和期望都是以这些可靠数据为基础,只是代表观点的表达。国证国际,其母公司和/或附属公司或任何个人不能担保其准确性或完整性。此报告所载的资料、意见及推测反映国证国际于最初发此报告日期当日的判断,可随时更改而毋须另行通知。国证国际,其母公司或任何其附属公司不会对因使用此报告内之材料而引致任何人士的直接或间接或相关之损失负上任何责任。

此报告内所提到的任何投资都可能涉及相当大的风险,若干投资可能不易变卖,而且也可能不适合所有的投资者。此报告中所提到的投资价值或从中获得的收入可能会受汇率影响而波动。过去的表现不能代表未来的业绩。此报告没有把任何投资者的投资目标,财务状况或特殊需求考虑进去。投资者不应仅依靠此报告,而应按照自己的判断作出投资决定。投资者依据此报告的建议而作出任何投资行动前,应咨询专业意见。

国证国际及其高级职员、董事、员工,可能不时地,在相关的法律、规则或规定的许可下(1)持有或买卖此报告中所提到的公司的证券,(2)进行与此报告内容相异的仓盘买卖,(3)与此报告所提到的任何公司存在顾问,投资银行,或其他金融服务业务关系,(4)又或可能已经向此报告所提到的公司提供了大量的建议或投资服务。投资银行或资产管理可能作出与此报告相反投资决定或持有与此报告不同或相反意见。此报告的意见亦可能与销售人员、交易员或其他集团成员专业人员的意见不同或相反。国证国际,其母公司和/或附属公司的一位或多位董事,高级职员和/或员工可能是此报告提到的证券发行人的董事或高级人员。(5)可能涉及此报告所提到的公司的证券进行自营或庄家活动。

此报告对于收件人来说是完全机密的文件。此报告的全部或任何部分均严禁以任何方式再分发予任何人士,尤其(但不限于)此报告及其任何副本均不可被带往或传送至日本、加拿大或美国,或直接或间接分发至美国或任何美国人士(根据1933年美国证券法S规则的解释),国证国际也没有任何意图派发此报告给那些居住在法律或政策不允许派发或发布此报告的地方的人。

收件人应注意国证国际可能会与本报告所提及的股票发行人进行业务往来或不时自行及/或代表其客户持有该等股票的权益。因此,投资者应注意国证国际可能存在影响本报告客观性的利益冲突,而国证国际将不会因此而负上任何责任。

此报告受到版权和资料全面保护。除非获得国证国际的授权,任何人不得以任何目的复制,派发或出版此报告。国证国际保留一切权利。

规范性披露

- 本研究报告的分析员或其有联系者(参照证监会持牌人守则中的定义)并未担任此报告提到的上市公司的董事或高级职员。
- 本研究报告的分析员或其有联系者(参照证监会持牌人守则中的定义)并未拥有此报告提到的上市公司有关的任何财务权益。
- 国证国际拥有此报告提到的上市公司的财务权益少于1%或完全不拥有该上市公司的财务权益。

公司评级体系**收益评级:**

- 买入 — 预期未来6个月的投资收益率为15%以上;
- 增持 — 预期未来6个月的投资收益率为5%至15%;
- 中性 — 预期未来6个月的投资收益率为-5%至5%;
- 减持 — 预期未来6个月的投资收益率为-5%至-15%;
- 卖出 — 预期未来6个月的投资收益率为-15%以下。

国证国际证券(香港)有限公司

地址: 香港中环交易广场第一座三十九楼

电话: +852-2213 1000

传真: +852-2213 1010