

【广发传媒&海外】拼多多 (PDD)

长期投入有助于生态发展，短期利润依然有波动

核心观点: (除非特别注明, 否则报告货币为人民币)

- **拼多多 25Q2 业绩概览:** 公司发布 25Q2 业绩报告, 25Q2 公司总收入录得 1039.8 亿元, YoY/QoQ+7.1%/+8.7%。其中佣金收入录得 482.8 亿元, YoY/QoQ+0.7%/+2.8%。公司的线上营销收入录得 557.0 亿元, YoY/QoQ+13.4%/+9.6%。在利润方面, 25Q2 公司的 Non-GAAP 净利润录得 327.1 亿元, YoY/QoQ-5.0%/+93.4%, 净利润同比下滑。
- **持续千亿扶持, 确保平台生态可持续发展:** 公司在年初推出了千亿惠商计划, 确保了各类商家享受到政策, 并扶持新锐品牌等, 推动产业多层次高质量发展, 也保证了消费者的多元化需求。公司相信此类政策能帮助商家转化更高质量的服务, 对平台长期发展有利。公司坚持长期主义不变, 持续推千亿战略, 将实际的投入用在优化商家服务、产业升级上, 短期内可能对利润造成影响, 但长期有利于平台生态建设。
- **短期利润继续承压:** 25Q2 公司的运营利润录得 257.9 亿元, 同比下降 20.8%, 体现了国内电商环境竞争激烈, 各家平台均在积极投入资源, 一定程度上导致了拼多多收入和利润皆受损。但公司的千亿扶持计划依然是下一个阶段的战略决定, 公司为了提升平台的生态建设, 将继续加码高质量电商生态建设, 即使短期牺牲一部分平台的利润, 长期有利于培养健康的平台生态。因此本季度的经调整后净利润水平不能反应未来一段时间的利润情况。
- **盈利预测与投资建议。** 我们预计公司 2025-2027 年营业收入为 4268.6/4851.1/5624.2 亿元, 同增+8.4%/+13.6%/+15.9%; 经调整后净利润为 948.8/1185.9/1389.3 亿元。我们认为拼多多的利润率到 26 年回到稳态化水平, 且参照同类公司估值, 给予拼多多 26 年 12 倍 PE 估值, 对应公司的合理价值为 133.15 美元/ADS, 维持“买入”评级。
- **风险提示。** 电商行业竞争加剧使得公司利润长期承压; 海外业务进展缓慢; 多多买菜增加投入。

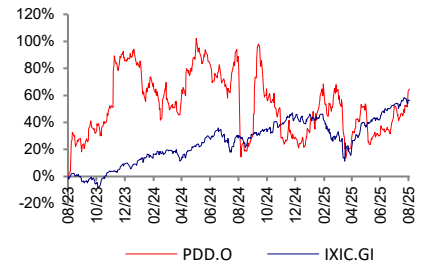
盈利预测:

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	247,639	393,836	426,864	485,113	562,418
增长率 (%)	89.7%	59.0%	8.4%	13.6%	15.9%
归母 Non-GAAP 净利润 (百万元)	67,899	122,344	94,883	118,590	138,933
增长率 (%)	71.8%	80.2%	-22.4%	25.0%	17.2%
EPADS (元/股)	46.56	82.59	64.03	80.02	93.75
市盈率 (x)	19.8	11.2	14.4	11.5	9.9
EV/EBITDA (x)	14.2	7.9	11.3	8.7	7.1

数据来源: 公司财务报表, 广发证券发展研究中心 (1 美元=7.2064 人民币)

公司评级	买入
当前价格	128.21 美元
合理价值	133.15 美元
前次评级	买入
报告日期	2025-08-26

相对市场表现



分析师:

旷实



SAC 执证号: S0260517030002



SFC CE No. BNV294



010-59136610



kuangshi@gf.com.cn

相关研究:

【广发传媒&海外】拼多多 2025-06-05

(PDD):1Q25 点评: 国内利润承压, 短期投入着眼于长期生态

【广发商社&海外】拼多多 2025-03-26

(PDD):4Q24 点评: 业绩符合预期, 海外业务增速放缓

联系人:

黄静仪

huangjingyi@gf.com.cn

拼多多核心指标预测:

(1) 佣金收入方面, 伴随公司海外业务中半托管业务持续占比更高, 计收入方式和全托管不一致, 但全托管业务在美国的开展进展存在不确定性, 我们对3Q25-4Q25的佣金收入进行了小幅度下修, 分别为515.0/554.2亿元, 同比增长率分别是+3.0%/+3.4%。全年来看, 我们预计2026年-2027年, 佣金收入基于正常化基数的基础上, 增速企稳, 且未来伴随海外业务加速布局更多国家地区, 佣金收入继续有所加速。因此我们目前预计2025-2027年佣金收入分别为2021.6/2294.2/2711.4亿元, 同比增速为+3.2%/+13.5%/+18.2%。

(2) 营销收入方面, 我们认为其增速基本与国内电商GMV增速一致。2Q25公司营销收入+13.4%YoY, 我们预计3Q25-4Q25营销收入分别为545.8/657.1亿元, 同比增长率分别是+10.6%/+15.3%。对于2025-2027年, 我们的预计分别是2247.1/2557.0/2912.8亿元, 同比增长+13.5%/+13.8%/+13.9%。

(3) 利润方面, 2Q25营销费用录得272亿元, 占收入比从去年同期的38.8%下降至36.6%。其他费用方面, 研发费用率录得3.5%, 去年同期3.0%; 管理费用率录得1.5%, 去年同期1.9%。我们认为进入25Q3市场营销费用会有所攀升(美国恢复全托管业务, 给予消费者补贴以及提升获客成本), 25Q2的营销费用不能反应常态化营销费用的情况。当前投入有利于长期生态建设, 明年以旧换新带来的补贴投入可能减少, 海外业务的投入边际降低。但考虑到公司长期投入生态建设的决心没有变化, 我们预计集团层面利润率有望在明年逐步小幅回升。我们预计2025-2027年经调整后净利润分别为948.8/1185.9/1389.3亿元, 净利率为22.2%/24.4%/24.7%。

表1: 2025-2027年拼多多核心指标预测(人民币, 百万元)

	1Q25A	2Q25A	3Q25E	4Q25E	2025E	2026E	2027E
总收入	95,672.2	103,984.8	106,076.8	121,129.8	426,863.6	485,112.9	562,418.5
佣金收入	46,950.0	48,281.6	51,500.0	55,424.0	202,155.6	229,416.4	271,141.7
营销收入	48,722.2	55,703.2	54,576.8	65,705.8	224,708.0	255,696.6	291,276.8
经调整后经营利润	18,259.7	27,747.8	17,701.4	18,369.3	82,078.2	106,548.9	130,168.0
利润率	19.1%	26.7%	16.7%	15.2%	19.2%	22.0%	23.1%
经调整后净利润	16,916.0	32,708.4	22,319.7	22,939.3	94,883.3	118,590.2	138,933.1
经调整后净利润率	17.7%	31.5%	21.0%	18.9%	22.2%	24.4%	24.7%

数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

投资建议: 我们预计公司2025-2027年营业收入为4268.6/4851.1/5624.2亿元, 同增+8.4%/+13.6%/+15.9%; 经调整后净利润为948.8/1185.9/1389.3亿元。参照同类公司估值, 我们认为拼多多的利润率到26年会回到稳态化水平, 且拼多多国内电商增速快于阿里巴巴和京东, 因此给予拼多多26年12倍PE估值, 对应公司的合理价值为133.15美元/ADS, 维持“买入”评级。

表2: 拼多多的可比上市公司的估值水平(2025/8/25收盘价)

公司代码	公司名称	市值(亿元)	经调整后净利润(亿元)		PE	
			2025E	2026E	2025E	2026E
BABA.US	阿里巴巴	21,207	1,487	1,749	14.3	12.1
JD.US	京东	3,245	285	397	11.4	8.2

数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

备注: 阿里和京东的盈利预测来自Bloomberg一致预期

风险提示: 电商行业竞争加剧, 阿里、京东和美团竞争即时零售行业, 在日百品类上抢占传统电商份额, 可能使得公司利润长期承压; 海外业务美国业务的进展可能不及预期; 多多买菜长期投入增加, 有可能投入扩大亏损。

资产负债表

单位: 百万元

至 12 月 31 日	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	294,750	415,648	548,982	691,396	849,262
现金及现金等价物	121,780	126,194	235,947	350,499	497,606
其他短期投资	169,056	285,775	287,745	289,559	291,452
应收款项合计	3,914	3,679	2,673	3,021	3,383
存货	157,415	273,792	273,792	273,792	273,792
非流动资产	294,750	415,648	548,982	691,396	849,262
固定资产	980	879	1,936	2,123	2,052
权益性投资	271	16	16	16	16
商誉及无形资产	21	19	41	41	41
其他长期资产	52,056	88,472	88,472	88,472	88,472
资产总计	348,078	505,034	641,249	786,214	946,139
流动负债	152,252	183,113	224,336	250,711	278,471
应收账款及票据	74,997	91,656	106,927	120,828	135,327
应交税金	77,255	91,457	80,441	86,440	95,031
非流动负债	7,936	3,298	3,298	3,298	3,298
负债合计	160,188	186,412	227,635	254,010	281,770
归属母公司股东权益	187,136	313,075	398,589	519,514	660,590
少数股东权益	0	0	0	0	0
股东权益合计	187,136	313,075	408,067	526,657	658,822
负债和股东权益	348,078	505,034	641,249	786,214	946,139

现金流量表

单位: 百万元

至 12 月 31 日	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	94,163	121,929	136,797	145,124	161,015
净利润	60,027	112,435	85,637	107,433	119,787
折旧摊销	786.2	708.8	1,405	2,358	3,450
营运资金变动	12,983	-4,364	-7,829	-3,129	-14,998
其它非现金调整	7,079	9,884	10,328	11,629	12,913
投资活动现金流	-55,431	-118,356	-31,648	-34,968	-38,510
资本支出	-743	-1,182	-1,351	-1,517	-1,684
投资变动	10,238	20,553	15,223	15,000	16,500
筹资活动现金流	-8,961	1	-0	-0	-0
债务变动	5,232	-5,232	-5,232	-5,232	-5,232
权益变动与股利	-44	-	-	-	-
现金净增加额	92,300	121,780	126,194	231,343	341,499
期初现金余额	29,479	4,415	105,149	110,156	122,504
期末现金余额	121,780	126,194	231,343	341,499	464,003

主要财务比率

至 12 月 31 日	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入增长	89.7%	59.0%	8.4%	13.6%	15.9%
EBITDA 利润增长	65.0%	78.8%	-29.9%	30.4%	22.7%
N-GAAP 净利润增长	71.8%	80.2%	-22.4%	25.0%	17.2%
获利能力					
毛利率	63.0%	60.9%	57.1%	57.6%	58.7%
净利率	24.2%	28.5%	20.1%	22.1%	22.4%
ROE	64.1%	44.9%	23.7%	23.0%	21.1%
ROA	20.5%	26.4%	14.9%	15.1%	14.5%
偿债能力					
资产负债率	2.8%	2.4%	2.3%	1.9%	1.9%
净负债比率	-62.2%	-40.3%	-56.7%	-64.8%	-71.3%
每股指标 (元)					
EPADS (Rmb/股)	46.56	82.59	64.03	80.02	93.75
估值比率					
P/E	19.8	11.2	14.4	11.5	9.9
EV/EBITDA	14.2	7.9	11.3	8.7	7.1

利润表

单位: 百万元

至 12 月 31 日	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	247,639	393,836	426,864	485,113	562,418
营业成本	-91,724	-153,900	-183,046	-205,864	-224,262
销售费用	-82,189	-111,301	-149,374	-160,087	-177,588
管理费用	-4,076	-7,553	-6,599	-7,277	-8,072
研发费用	-10,952	-12,659	-15,121	-16,494	-18,297
营业利润	58,699	108,423	72,724	95,392	109,927
营业外收支	2,988	3,708	8,639	10,120	11,120
利息收入	10,238	20,553	15,223	15,000	16,500
税前利润	71,881	132,684	108,266	141,474	178,364
所得税	-11,850	-20,267	-22,269	-28,295	-35,673
净利润	60,027	112,417	85,637	107,433	125,997
少数股东损益	-5	17	-165	-150	-150
Non-GAAP 净利润	67,899	122,344	94,883	118,590	138,933

广发传媒行业研究小组

- 旷实：首席分析师，北京大学经济学硕士，2017年3月加入广发证券，2011-2017年2月，供职于中银国际证券。
- 廖志国：联席首席分析师，硕士，毕业于莫纳什大学，2025年6月加入广发证券，曾任职于华创证券研究所，4年证券行业研究经验。
- 徐呈隽：资深分析师，复旦大学世界经济学硕士、浙江大学经济学学士，2019年加入广发证券发展研究中心。
- 周喆：资深分析师，香港理工大学金融硕士，2021年加入广发证券发展研究中心。
- 章驰：资深分析师，硕士，毕业于北京大学，2023年8月加入广发证券发展研究中心。
- 罗悦纯：资深分析师，硕士，毕业于中南财经政法大学，2024年加入广发证券发展研究中心。
- 黄静仪：高级研究员，华东师范大学硕士，2024年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路26号广发证券大厦47楼	深圳市福田区益田路6001号太平金融大厦31层	北京市西城区月坛北街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区南泉北路429号泰康保险大厦37楼	香港湾仔骆克道81号广发大厦27楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。