

买入

2025 年 8 月 29 日

收入稳健利润承压，坚持长期价值战略

- **牺牲短期利润，创造长期价值：**当前国内消费环境下，电商平台之间的竞争依然十分激烈，拼多多在国补政策的参与度有局限性，为维持价格力加大了对国补类目的补贴。此外，公司将百亿减免升级为千亿扶持计划，坚持平台生态系统的投资与长期发展战略，旨在支持商家提高效率和推动产品创新的投资。拼多多继续对商家进行费用减免和扶持，预计中短期货币化率和利润率的趋势将会延续。
- **Temu 有望企稳回升：**自 8 月 12 日，中美双方同意暂停对彼此商品加征的 24%关税，期限为 90 天，保留 10%的基准关税。在没有达成稳定的贸易协议之前，最终税率的不确定性和已实施的关税仍将影响跨境电商行业。自去年以来，公司已逐步将战略重心由美国转至其他市场，以应对潜在的监管风险。一旦关税问题得到解决，我们依然认为中国商品在全球经济中具备不可替代性，因此仍对 Temu 的长期发展保持乐观。
- **Q2 财报不及预期：**第二季度收入 1039.85 亿元人民币，YoY+7%，符合市场预期。其中，线上营销服务收入 557.03 亿元，YoY+13%，略超预期；交易服务收入 482.82 亿元，YoY+0.7%，不及预期，受拼多多主站降费和海外 Temu 收入增速放缓所影响。运营利润 257.93 亿元，YoY-21%，不及预期；运营利润率 24.8%，环比上升 8pts，同比下降 9pts，主要反映了国补背景下拼多多主站的整体补贴力度持续，以及 Temu 占收入的比重提升。运营费用 323.33 亿元，YoY+5%，运营费用率 30%，环比下降 9pts，同比下降 0.6pts。其中，营销费用 272.10 亿元，YoY+4%，费用率 26%。研发费用 35.91 亿元，YoY+23%，费用率 4%。行政费用 15.32 亿元，YoY-17%，费用率 2%。净利润 307.53 亿元，YoY-4%，净利率 29.6%；Non-GAAP 净利润 327.08 亿元，SBC 费用 20 亿元，占收入的 2%。本季度产生运营现金流 216 亿元，截至第二季度末，公司持有现金、等价物及短期投资 3,871 亿元，其中现金及等价物为 632 亿元。
- **目标价 148.90 美元，买入评级：**基于本次财报，我们调整 2025-2027 年公司收入至 4,460/5234/6060 亿元，上调 2025-2027 年运营利润至 1025/1,325/1,645 亿元，对应每 ADS 收益 78.4/99.4/121.8 元。采用 11 倍 EV/EBITDA，我们上调目标价至 148.90 美元，买入评级。
- **风险：**1) 宏观经济不确定性、中美关系相关风险；2) 国内电商行业同质化竞争加剧导致增长放缓、利润下滑；3) 海外消费疲软导致出海业务不及预期，整体盈利水平下降；4) 海外市场面临地方保护主义等风险；5) 海外收入占比扩大所带来的汇兑影响。

赵绵璐

852-25222101

mianlu.zhao@firstshanghai.com.hk

唐伊莲

852-25321539

alice.tang@firstshanghai.com.hk

主要数据

行业	TMT
股价	123.91 美元
目标价	148.9 美元 (+20%)
股票代码	PDD (US)
总股本	14.2 亿股
市值	1,759.08 亿美元
52 周高/低	155.67 美元/87.11 美元
每股账面值	36.33 美元
主要股东	黄峥 31.35% 腾讯 13.80% Gaorong Capital 4.42%

盈利摘要

截至12月31日止财政年度	23年历史	24年历史	25年预测	26年预测	27年预测
总营业收入 (人民币百万元)	247,639,205	393,836,097	445,956,236	523,493,980	605,997,988
变动	90%	59%	13%	17%	16%
运营利润	58,698,762	108,422,862	102,484,380	132,499,570	164,494,569
每ADS收益 (人民币)	44.3	81.2	78.4	99.4	121.8
变动	78%	83%	-4%	27%	23%
基于123.91美元的市盈率(估)	18.7	10.2	10.6	8.4	6.8
每股派息 (美元)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
股息现价比	0%	0%	0%	0%	0%

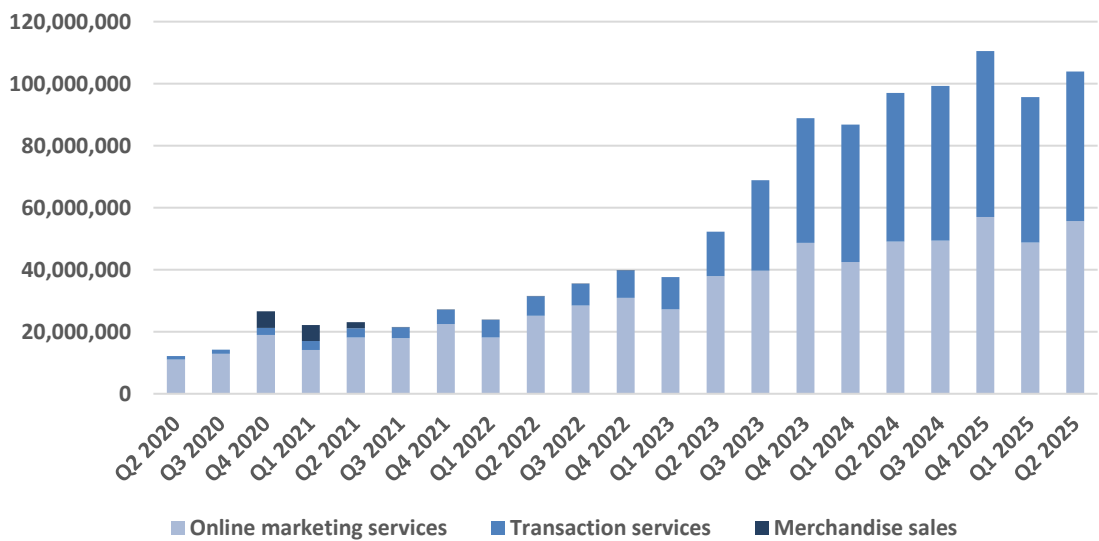
来源：公司资料，第一上海预测

股价表现



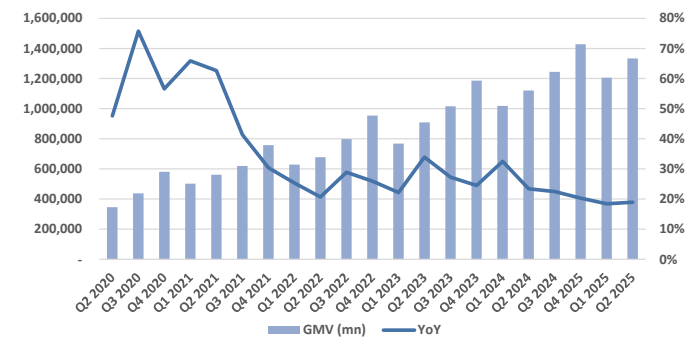
来源：彭博

图表 1：2020Q2-2025Q2 总营收（千，人民币）



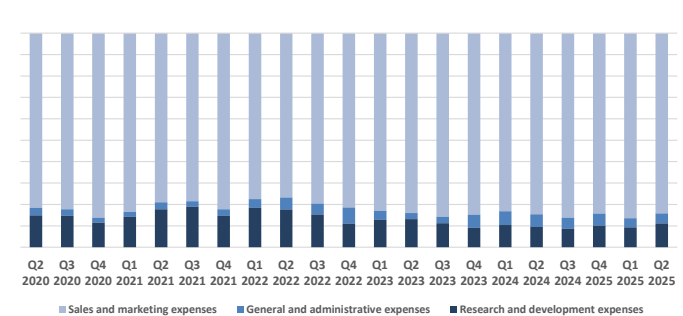
资料来源：公司资料，第一上海整理

图表 2：2020Q2-2025Q2 GMV 及增速（千，人民币）



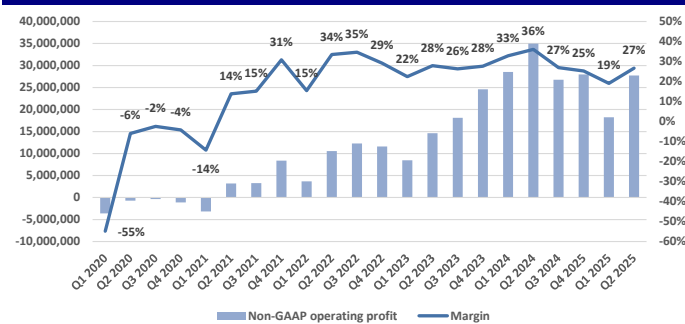
资料来源：市场数据，第一上海预测

图表 3：2020Q2-2025Q2 运营费用占比



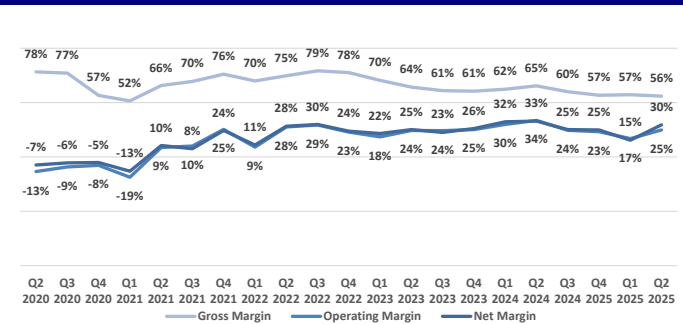
资料来源：公司资料，第一上海整理

图表 4：2020Q2-2025Q2 运营利润及利润率（千，人民币）



资料来源：公司资料，第一上海整理

图表 5：2020Q2-2025Q2 毛利率、运营利润率、净利率



资料来源：公司资料，第一上海整理

图表 6: 估值 (千, 人民币)

<i>Operating profit ('000)</i>	<i>2025E</i>	<i>2026E</i>	<i>2027E</i>
<i>Pinduoduo</i>	117,501,308	135,965,981	157,860,375
<i>Duoduo Grocery</i>	-2,249,903	-474,139	1,706,567
<i>Temu</i>	-12,767,026	-2,992,272	4,927,627
GAAP operating profit	102,484,380	132,499,570	164,494,569
Adjusted profit: add SBC	112,338,063	143,543,004	177,278,476
<i>EV/EBITDA</i>			11.0
Enterprise value (mn, CNY)			1,809,440
+ Cash and cash equivalents			566,355
- Debt			280,722
Market capitalization (mn, CNY)			2,095,073
<i>Discount rate per annum</i>			18%
Market capitalization (mn, CNY)			1,504,649
Market capitalization (mn, USD)			206,116
Target price			148.90

资料来源: 第一上海预测

主要财务报表

损益表					
单位：千元，财务年度：12月31日					
	2023年 实际	2024年 实际	2025年 预测	2026年 预测	2027年 预测
Online marketing services	153,540,553	197,934,192	232,731,593	270,750,633	306,712,346
Transaction services	94,098,652	195,901,905	213,224,643	252,743,347	299,285,642
Revenues	247,639,205	393,836,097	445,956,236	523,493,980	605,997,988
Costs of revenues	91,723,577	153,900,374	186,716,874	206,984,674	228,493,272
Gross profit	155,915,628	239,935,723	259,239,362	316,509,307	377,504,716
Sales and marketing expenses	-82,188,870	-111,300,533	-133,786,871	-157,048,194	-181,799,396
General and administrative expenses	-4,075,622	-7,552,967	-7,703,645	-9,043,066	-10,468,277
Research and development expenses	-10,952,374	-12,659,361	-15,264,466	-17,918,476	-20,742,474
Total operating expenses	-97,216,866	-131,512,861	-156,754,982	-184,009,736	-213,010,147
Operating profit/loss	58,698,762	108,422,862	102,484,380	132,499,570	164,494,569
Interest and investment income, net	10,238,080	20,553,493	22,787,197	26,749,173	30,964,912
Interest expenses	-43,987	-	-	-	-
Foreign exchange gain	35,721	587,866	-	-	-
Other income, net	2,952,579	3,119,847	3,532,727	4,146,956	4,800,527
Change in the fair value of the warrant liability	-	-	-	-	-
Loss before income tax and share of results of i	71,881,155	132,684,068	128,804,303	163,395,699	200,260,008
Share of results of equity investees	-4,707	17,225	17,225	17,225	17,225
Income Tax expenses	-11,849,904	-20,266,781	-19,320,645	-24,509,355	-30,039,001
Net profit/loss	60,026,544	112,434,512	109,500,883	138,903,570	170,238,232

资产负债表					
	2023年 实际	2024年 实际	2025年 预测	2026年 预测	2027年 预测
Cash and cash equivalents & Restricted cash	121,779,905	126,194,421	245,774,093	391,611,576	566,355,258
Receivables from online payment platforms	3,914,117	3,679,309	4,166,228	4,890,603	5,661,375
Short-term investments	157,415,365	273,791,856	294,374,619	314,374,619	334,374,619
Amounts due from related parties	7,428,070	7,569,180	8,893,787	10,138,917	11,152,808
Prepayments and other current assets	4,213,015	4,413,466	4,854,813	5,340,294	5,874,323
Total current assets	294,750,472	415,648,232	558,063,539	726,356,009	923,418,384
Property, equipment and software, net	979,597	879,327	950,098	858,785	752,745
Intangible asset	21,148	19,170	19,170	19,170	19,170
Right-of-use assets	4,104,889	5,064,351	5,064,351	5,064,351	5,064,351
Other non-current assets	48,222,014	83,423,236	83,423,236	83,423,236	83,423,236
Total non-current assets	53,327,648	89,386,084	89,456,853	89,365,542	89,259,502
Total Assets	348,078,120	505,034,316	647,520,392	815,721,551	1,012,677,886
Amounts due to related parties	1,238,776	801,859	801,859	801,859	801,859
Customer advances and deferred revenues	2,144,610	2,947,041	2,947,041	2,947,041	2,947,041
Payable to merchants	74,997,252	91,655,947	107,695,738	122,773,141	135,050,455
Accrued expenses and other liabilities	55,351,399	69,141,831	83,206,628	94,719,046	106,954,938
Merchant deposits	16,878,746	16,460,600	19,341,205	22,048,974	24,253,871
Short-term borrowings	648,570	5,309,597	5,309,597	5,309,597	5,309,597
Lease liabilities	1,641,548	2,105,978	2,105,978	2,105,978	2,105,978
Total current liabilities	152,900,901	188,422,853	221,408,046	250,705,636	277,423,739
Convertible bonds	5,231,523	-	-	-	-
Lease liabilities	2,644,260	3,191,565	3,191,565	3,191,565	3,191,565
Other non-current liabilities	59,829	106,774	106,774	106,774	106,774
Total non-current liabilities	7,935,612	3,298,339	3,298,339	3,298,339	3,298,339
Total liabilities	160,836,513	191,721,192	224,706,385	254,003,975	280,722,078
Ordinary shares	177	180	180	180	180
Additional paid-in capital	107,293,091	117,829,308	117,829,308	117,829,308	117,829,308
Accumulated other comprehensive income	4,829,742	8,062,225	117,563,108	256,466,677	426,704,909
Accumulated deficits	75,118,597	187,421,411	187,421,411	187,421,411	187,421,411
Total shareholders' equity	187,241,607	313,313,124	422,814,007	561,717,576	731,955,808
Total liabilities and shareholders' equity	348,078,120	505,034,316	647,520,392	815,721,552	1,012,677,886

现金流量表					
	2023年 实际	2024年 实际	2025年 预测	2026年 预测	2027年 预测
Net profit/loss	60,026,544	112,434,512	109,500,883	138,903,570	170,238,232
Interest expense	43,987	-	-	-	-
Lease expense to reduce right-of-use assets	1,101,970	1,932,124	-	-	-
Receivables from online payment platforms	-3,326,421	48,814	-486,919	-724,376	-770,772
Amounts due from related parties	-1,096,240	-141,110	-1,324,607	-1,245,130	-1,013,892
Prepayments and other current assets	-2,121,308	-782,012	-441,347	-485,481	-534,029
Customer advances and deferred revenues	754,955	802,431	-	-	-
Amounts due to related parties	-437,615	-436,917	-	-	-
Payable due to merchants	11,623,138	16,885,188	16,039,791	15,077,403	12,277,314
Accrued expenses and other liabilities	34,258,159	13,781,239	14,064,797	11,512,418	12,235,892
Merchant deposits	1,820,517	-418,146	2,880,605	2,707,769	2,204,897
Interest and investment gain, net	-1,354,785	-2,827,453	-	-	-
Share-based compensation	7,078,794	9,883,564	-	-	-
Other non-current assets & liabilities	616,946	382,585	-	-	-
Net cash provided by operating activities	94,162,531	121,929,292	140,233,204	165,746,172	194,637,642
Purchase of short-term investments	-164,450,006	-224,005,726	-20,582,763	-20,000,000	-20,000,000
Proceeds from sales of short-term investments	130,317,231	147,287,723	-	-	-
Purchase of long-term investments	-25,051,222	-43,847,005	-	-	-
Purchase of property, equipment and software	-583,879	-967,137	-70,769	91,311	106,040
Proceeds from disposal of property and equipm	450	540	-	-	-
Loans to related parties	-	-	-	-	-
Net cash provided by/(used in) investing ac	-55,431,278	-118,356,036	-20,653,532	-19,908,689	-19,893,960
Proceeds from follow-on offering	-	-	-	-	-
Costs incurred for the follow-on offering & the is	-	-	-	-	-
Proceeds from issuance of convertible bonds	-	-	-	-	-
Costs incurred for the issuance of convertible b	-	-	-	-	-
Repayment of short-term borrowings	-	-	-	-	-
Proceeds from short-term borrowings	-	-	-	-	-
Net cash provided by financing activities	-8,960,626	1,164	-	-	-
Effect of exchange rate changes on cash, cash	-	-	-	-	-
Increase in cash, cash equivalents and restrict	29,479,488	4,414,516	119,579,672	145,837,483	174,743,682
Cash, cash equivalents and restricted cash	121,779,905	126,194,421	245,774,093	391,611,576	566,355,258

数据来源：公司资料、第一上海预测

第一上海证券有限公司

香港中环德辅道中 71 号

永安集团大厦 19 楼

电话：(852) 2522-2101

传真：(852) 2810-6789

本报告由第一上海证券有限公司（“第一上海”）编制，仅供机构投资者一般审阅。未经第一上海事先明确书面许可，就本报告之任何材料、内容或印本，不得以任何方式复制、摘录、引用、更改、转移、传输或分发给任何其他人。本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据，或就其作出要约或要约邀请，也不构成投资建议。阁下不可依赖本报告中的任何内容作出任何投资决策。本报告及任何资料、材料及内容并未有考虑到个别的投资者的特定投资目标、财务情况、风险承受能力或任何特别需要。阁下应综合考虑到本身的投资目标、风险评估、财务及税务状况等因素，自行作出本身独立的投资决策。

本报告所载资料及意见来自第一上海认为可靠的来源取得或衍生，但对于本报告所载预测、意见和预期的公平性、准确性、完整性或正确性，并不作任何明示或暗示的陈述或保证。第一上海或其各自的董事、主管人员、职员、雇员或代理均不对因使用本报告或其内容或与此相关的任何损失而承担任何责任。对于本报告所载信息的准确性、公平性、完整性或正确性，不可作出依赖。

第一上海或其一家或多家关联公司可能或已经，就本报告所载信息、评论或投资策略，发布不一致或得出不同结论的其他报告或观点。信息、意见和估计均按“现况”提供，不提供任何形式的保证，并可随时更改，恕不另行通知。

第一上海并不是美国一九三四年修订的证券法（「一九三四年证券法」）或其他有关的美国州政府法例下的注册经纪-交易商。此外，第一上海亦不是美国一九四零年修订的投资顾问法（下简称为「投资顾问法」，「投资顾问法」及「一九三四年证券法」一起简称为「有关法例」）或其他有关的美国州政府法例下的注册投资顾问。在没有获得有关法例特别豁免的情况下，任何由第一上海提供的经纪及投资顾问服务，包括（但不限于）在此档内陈述的内容，皆没有意图提供给美国人。此档及其复印本均不可传送或被带往美国、在美国分发或提供给美国人。

在若干国家或司法管辖区，分发、发行或使用本报告可能会抵触当地法律、规定或其他注册/发牌的规例。本报告不是旨在向该等国家或司法管辖区的任何人或单位分发或由其使用。