

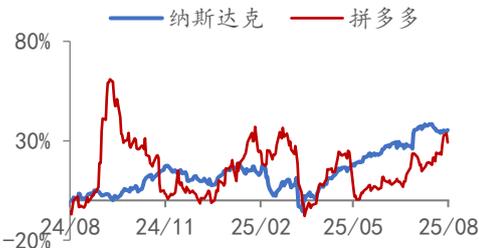
## 25Q2 业绩点评：利润显著超预期，未来仍会加大投入

### 投资评级：增持（维持）

报告日期：2025-08-29

收盘价（美元）	122.22
近 12 个月最高/最低（美元）	157.6/88.4
总股本（百万股）	5,679
流通股本（百万股）	5,679
流通股比例（%）	100
总市值（亿美元）	1,735
流通市值（亿美元）	1,735

### 公司价格与纳斯达克指数走势比较



分析师：金荣

执业证书号：S0010521080002

邮箱：jinrong@hazq.com

分析师：赵亮

执业证书号：S0010525070001

邮箱：zhaoliang@hazq.com

### 相关报告

1.25Q1 点评：交易业务低于预期，关注后续关税政策变化 2025-06-03

2.24Q4 点评：利润超预期，持续提升优质供给化 2025-03-27

3.24Q3 点评：业绩低预期，费用减免政策使得主站利润承压 2024-11-26

### 主要观点：

#### ● 25Q2 业绩：利润超预期，费用有所改善

1) 整体业绩：利润大幅超预期：25Q2 拼多多收入为 1040 亿元 (yoy+7.1%)，基本 inline；Non-GAAP 归母净利润达到 327 亿元 (yoy-5%)，高于 BBG 预期 46.1%。利润超预期主要来自两方面：①包含本季度利息和投资收益 104 亿元，去年同期为 49 亿元；②费用有所改善，本季度销售费用率为 26.2%，同比-0.7pct/环比-8.7pct，带动 operating profit 录得 277 亿元，高于 BBG 预期 28.82%；

2) 分部业务方面：在线营销业务收入 557 亿元(yoy+13.4%)，略高于 BBG 预期 1.4%；交易服务业务收入 483 亿元(yoy+0.7%)，略低于 BBG 预期 1.3%。

#### ● 海外业务：主要受到关税政策扰动，收入增速放缓

25Q2 拼多多交易服务收入为 483 亿元(yoy+0.7%)，低于彭博一致预期 1.3%，主要源于美国加征关税以及取消小包裹免税政策影响，同时 Temu 为分散关税风险，在海外推进半托管模式，半托管的确收方式进一步影响收入（半托管仅按佣金计入收入）。今年 7 月份以来，Temu 陆续在海外多个国家开放本地卖家计划和半托管模式，邀请本地卖家加入平台从而减少对国内商品依赖，面对当前的关税政策的不确定性，这种模式可以较大程度的分散关税风险。我们认为短期内，Temu 美国业务受关税影响仍存在较大的不确定性，预计对业绩会产生一定拖累，但长期仍看好 Temu 的全球化发展空间。建议关注后续美国关税政策变化，以及 Temu 半托管模式的推广节奏。

#### ● 国内主站：继续加大投入力度，坚持长期主义

在千亿支持计划下，公司 25Q2 利润继续承压，但销售费用明显低于预期，推动利润超预期。二季度 Non-GAAP 营业利润录得 277 亿元，同比下降 14.8%，高于 BBG 预期 28.8%，得益于销售费用低于预期近 80 亿元（实际支出为 272 亿元，BBG 预期为 350 亿元）。公司表示接下来仍会继续加大投入，坚持长期主义，所以二季度利润水平可能没有持续性，未来利润波动仍然会比较大。建议持续关税公司主站补贴投入力度及利润改善节奏。

#### ● 投资建议

我们预计 2025/2026/2027 年公司收入 4348/4803/5354 亿元，实现同比+10.4%/+10.5%/+11.5%；预计实现经调整净利润 958/1161/1408 亿元，实现同比-21.7%/+21.2%/+21.3%，维持“增持”评级。

#### ● 风险提示

宏观经济风险；海外业务拓展不及预期；竞争加剧；Temu 受到海外本土保护或监管风险。

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	393,836	434,753	480,344	535,357
收入同比 (%)	59.0%	10.4%	10.5%	11.5%
经调整净利润	122,344	95,770	116,073	140,762
经调整净利润同比 (%)	80.2%	-21.7%	21.2%	21.3%
EPS (元)	19.80	15.26	18.61	22.88
P/E	11	15	12	10

资料来源: wind, 华安证券研究所

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E	会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	126,194	230,384	355,691	507,564	营业收入	393,836	434,753	480,344	535,357
应收款项合计	11,248	12,417	13,719	15,291	增长率	59.04%	10.39%	10.49%	11.45%
短期投资	273,792	273,792	273,792	273,792	营业成本	153,900	192,604	210,943	227,010
其他流动资产	4,413	4,872	5,383	5,999	%销售收入	39.08%	44.30%	43.92%	42.40%
<b>流动资产</b>	<b>415,648</b>	<b>521,465</b>	<b>648,585</b>	<b>802,646</b>	毛利	239,936	242,149	269,401	308,347
固定资产净值	879	879	879	879	营销费用	111,301	136,914	136,379	146,664
商誉及无形资产	19	19	19	19	%销售收入	28.26%	31.49%	28.39%	27.40%
使用权资产	5,064	5,064	5,064	5,064	行政管理费用	7,553	7,422	8,646	8,566
其他非流动资产	83,423	83,407	83,407	83,407	%销售收入	1.92%	1.71%	1.80%	1.60%
<b>非流动资产</b>	<b>89,386</b>	<b>89,370</b>	<b>89,370</b>	<b>89,370</b>	研发费用	12,659	14,692	15,371	16,061
<b>资产总计</b>	<b>505,034</b>	<b>610,835</b>	<b>737,955</b>	<b>892,016</b>	%销售收入	3.21%	3.38%	3.20%	3.00%
短期借款	5,310	5,310	5,310	5,310	权益性投资损益	20,553	17,699	14,410	16,061
应付款项合计	92,458	102,182	112,888	125,774	%除税前利润	15.49%	17.09%	11.53%	10.38%
其他流动负债	90,655	90,962	91,303	91,714	<b>除税前利润</b>	<b>132,684</b>	<b>103,558</b>	<b>125,015</b>	<b>154,717</b>
<b>流动负债</b>	<b>188,423</b>	<b>198,453</b>	<b>209,500</b>	<b>222,798</b>	%销售收入	33.69%	23.82%	26.03%	28.90%
租赁负债	3,192	3,192	3,192	3,192	所得税	20,267	16,847	19,377	24,755
其他	107	107	107	107	%除税前利润	15.27%	16.27%	15.50%	16.00%
<b>非流动负债</b>	<b>3,298</b>	<b>3,298</b>	<b>3,298</b>	<b>3,298</b>	<b>净利润</b>	<b>112,435</b>	<b>86,641</b>	<b>105,673</b>	<b>129,962</b>
<b>总负债</b>	<b>191,721</b>	<b>201,751</b>	<b>212,798</b>	<b>226,097</b>	%销售收入	28.55%	19.93%	22.00%	24.28%
普通股股东权益	313,313	409,083	525,157	665,919	<b>归属普通股股东</b>	<b>112,435</b>	<b>86,641</b>	<b>105,673</b>	<b>129,962</b>
<b>股东权益</b>	<b>313,313</b>	<b>409,083</b>	<b>525,157</b>	<b>665,919</b>	%销售收入	28.55%	19.93%	22.00%	24.28%
<b>负债股东权益合计</b>	<b>505,034</b>	<b>610,835</b>	<b>737,955</b>	<b>892,016</b>	<b>经调整净利润</b>	<b>122,344</b>	<b>95,770</b>	<b>116,073</b>	<b>140,762</b>
					%销售收入	31.06%	22.03%	24.16%	26.29%

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	112,435	86,641	105,673	129,962
经营活动资金变动	9,495	17,837	19,973	22,320
<b>经营活动现金净流量</b>	<b>121,929</b>	<b>104,478</b>	<b>125,647</b>	<b>152,283</b>
投资活动资金变动	-118,356	-1,522	-1,681	-1,874
<b>投资活动现金净流量</b>	<b>-118,356</b>	<b>-1,522</b>	<b>-1,681</b>	<b>-1,874</b>
筹资活动现金净流量	1	0	0	0
<b>现金净流量</b>	<b>4,415</b>	<b>102,956</b>	<b>123,966</b>	<b>150,409</b>
汇率变动影响	840	0	0	0
期初现金	121,780	126,194	229,151	353,116
期末现金	126,194	229,151	353,116	503,525

主要财务比率				
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>回报率</b>				
净资产收益率	35.89%	21.18%	20.12%	19.52%
总资产收益率	22.26%	14.18%	14.32%	14.57%
<b>增长率</b>				
营业总收入增长率	59.04%	10.39%	10.49%	11.45%
EBIT 增长率	84.71%	-23.34%	31.14%	25.73%
归母净利润增长率	87.31%	-22.94%	21.97%	22.98%
总资产增长率	45.09%	20.95%	20.81%	20.88%
<b>资产管理能力</b>				
应收款项周转率	34.87	36.87	38.87	40.87
应付款项周转率	1.82	1.80	1.80	1.80
总资产周转率	0.92	0.78	0.71	0.66
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	37.96%	33.03%	28.84%	25.35%
流动比率	2.21	2.63	3.10	3.60
速动比率	2.18	2.60	3.07	3.58

资料来源:公司公告,华安证券研究所

## 分析师与研究助理简介

**分析师:** 金荣, 香港中文大学经济学硕士, 天津大学数学与应用数学学士, 曾就职于申万宏源证券研究所及头部互联网公司, 金融及产业复合背景, 善于结合产业及投资视角进行卖方研究。2015 年水晶球第三名及 2017 年新财富第四名核心成员。执业证书编号: S0010521080002

**分析师:** 赵亮, 悉尼大学金融学硕士, 主要覆盖美股互联网、港股互联网、港股新消费等细分领域, 2023 年加入华安证券研究所。执业证书编号: S0010525070001

## 重要声明

### 分析师声明

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, 以勤勉的执业态度、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, 本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息, 本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿, 分析结论不受任何第三方的授意或影响, 特此声明。

### 免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准, 已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国(不包括香港、澳门、台湾)提供。本报告中的信息均来源于合规渠道, 华安证券研究所力求准确、可靠, 但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下, 本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下, 本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利, 不与投资者分享投资收益, 也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。投资者务必注意, 其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易, 还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送, 未经华安证券研究所书面授权, 本研究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。如欲引用或转载本文内容, 务必联络华安证券研究所并获得许可, 并需注明出处为华安证券研究所, 且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权, 私自转载或者转发本报告, 所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

## 投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内, 证券(或行业指数)相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准, A 股以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指(针对协议转让标的)或三板做市指数(针对做市转让标的)为基准; 香港市场以恒生指数为基准; 美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下:

### 行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上;
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上;

### 公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上;
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%;
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至;
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上;
- 无评级—因无法获取必要的资料, 或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件, 或者其他原因, 致使无法给出明确的投资评级。