

拼多多 (PDD)

2025Q2 业绩点评：利润高于预期，持续高质量发展

买入（维持）

盈利预测与估值	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入（百万元）	247,639	393,836	425,445	486,368	544,325
同比（%）	89.7%	59.0%	8.0%	14.3%	11.9%
Non-GAAP 净利润（百万元）	67,899.3	122,343.5	100,404.9	126,455.7	152,411.1
同比（%）	71.8%	80.2%	-17.9%	25.9%	20.5%
EPS-Non GAAP（元/股）	12.3	22.0	18.1	22.8	27.4
PE（Non-GAAP）	17.7	9.9	12.1	9.6	7.9

关键词：#业绩符合预期

投资要点

- **事件：**2025Q2 拼多多实现营收 1039.9 亿元（+7.1%yoy），符合彭博一致预期的 1039.8 亿元；Non-GAAP 归母净利润为人民币 327.1 亿元（-5.0%yoy），高于市场预期的 223.9 亿元。
- **广告收入同比增长，佣金收入不及预期。**广告收入 557.0 亿元，同比+13.4%，高于市场预期的 549.4 亿元；佣金收入 482.8 亿元，同比+0.7%，低于市场预期的 489.1 亿元。公司延续高质量发展战略，持续推进平台生态建设。公司将“减免、扶持、治理”等措施贯穿于平台运营、商家经营、产业转型和物流升级等各个环节，推动平台及产业生态的可持续发展。同时利用平台数字化优势，扩大“新质供给”规模，持续普惠广大消费者，构建用户、商家及平台的共赢生态。
- **销售管理费用率下降，研发投入显著增加。**公司 2025Q2 销售费用率为 26.2%，同比-0.7pct；管理费用率为 1.5%，同比-0.4pct；研发费用率为 3.5%，同比+0.5pct。
- **归母净利润高于预期。**2025Q2 公司 Non-GAAP 归母净利润为 327.1 亿元（-5.0%yoy），高于市场预期的 223.9 亿元；净利润率为 31.5%，同比-4.0pct。
- **毛利率持续下滑。**2025Q2 整体毛利率为 55.9%，同比-9.4pct，环比-1.3pct。
- **盈利预测与投资评级：**考虑短期公司利润释放超预期，但电商行业竞争加剧公司加码生态建设投入，因此我们将 2025-2027 年的 Non-GAAP 净利润从 98,547.0/130,321.5/153,980.1 百万元调整至 100,404.9/126,455.7/152,411.1 百万元，2025-2027 年对应 PE 分别为 12.1/9.6/7.9 倍（美元/人民币=7.13，2025/8/28 当日汇率，每 ADR=4 股股票），我们维持公司“买入”评级。
- **风险提示：**竞争加剧，宏观经济波动，关税政策的不确定性。

2025 年 09 月 02 日

证券分析师 张良卫

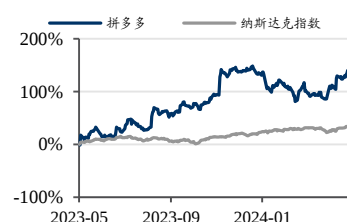
执业证书：S0600516070001
021-60199793

zhanglw@dwzq.com.cn

证券分析师 张家琦

执业证书：S0600521070001
zhangjiaqi@dwzq.com.cn

股价走势



市场数据

收盘价(美元)	122.22
一年最低/最高价	87.11/155.67
市净率(倍)	3.39
流通市值(百万美元)	173509
总市值(百万美元)	173509

基础数据

每股净资产(美元,LF)	35.60
资产负债率(%，LF)	36.19
总股本(百万股)	5678.6
流通 A 股(百万股)	1419.6

相关研究

《拼多多(PDD): 2025Q1 业绩点评：营收利润均不达预期，加大投入巩固生态》

2025-06-05

《拼多多(PDD): 2024Q4 业绩点评：收入低于预期，投入增加导致盈利能力有所下滑》

2025-03-28

内容目录

- 1. 营收符合一致预期，归母净利润大幅超市场预期4
 - 1.1. 广告收入增长显著，佣金收入不及预期.....4
- 2. 毛利率持续下降，公司增加研发投入5
- 3. 盈利预测与投资评级5
- 4. 风险提示6

图表目录

图 1: 公司营收及增速（百万元）4

图 2: 公司 Non-GAAP 归母净利润及增速（百万元）4

图 3: 公司营收结构（百万元）4

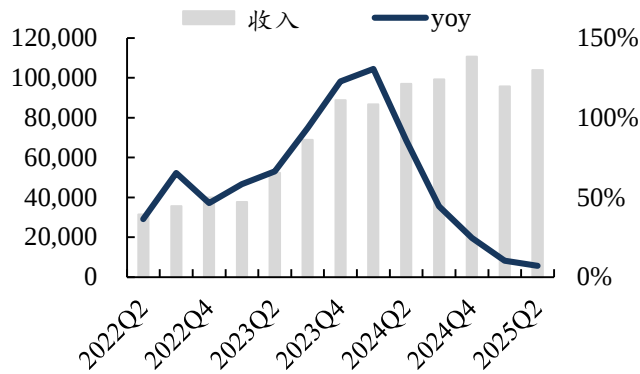
图 4: 毛利率情况.....5

图 5: 公司费用率情况.....5

1. 营收符合一致预期，归母净利润大幅超市场预期

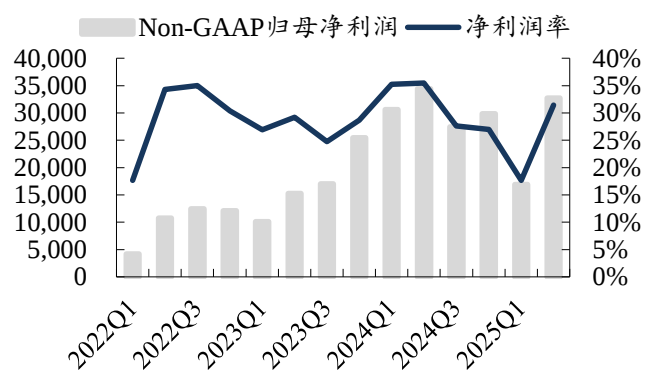
2025Q2 拼多多实现营收 1039.9 亿元 (+7.1%yoy)，符合彭博一致预期的 1039.8 亿元；Non-GAAP 归母净利润为人民币 327.1 亿元 (-5.0%yoy)，高于市场预期的 223.9 亿元；Non-GAAP 净利率为 31.5%，同比-4.0pct。

图1：公司营收及增速（百万元）



数据来源：公司财报，东吴证券研究所

图2：公司 Non-GAAP 归母净利润及增速（百万元）

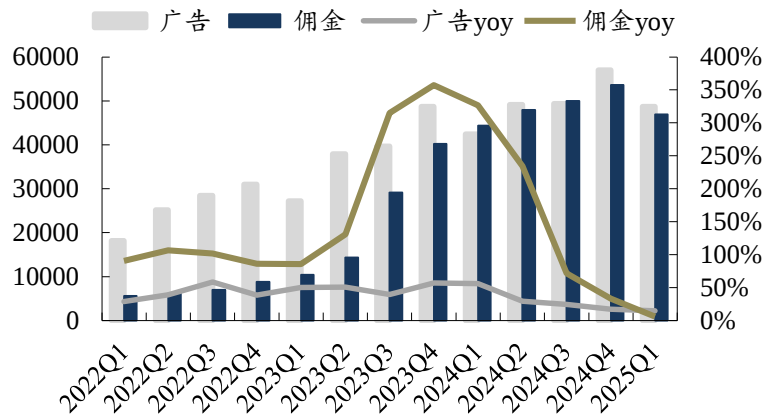


数据来源：公司财报，东吴证券研究所

1.1. 广告收入增长显著，佣金收入不及预期

广告收入 557.0 亿元，同比+13.4%，高于市场预期的 549.4 亿元；佣金收入 482.8 亿元，同比+0.7%，低于市场预期的 489.1 亿元。

图3：公司营收结构（百万元）

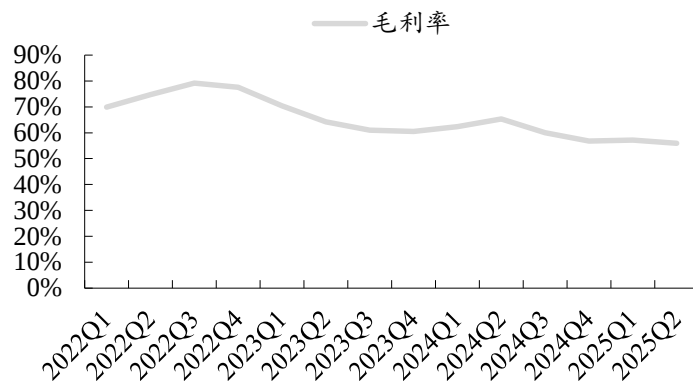


数据来源：公司财报，东吴证券研究所

2. 毛利率持续下降，公司增加研发投入

2025Q2 整体毛利率为 55.9%，同比-9.4pct，环比-1.3pct。

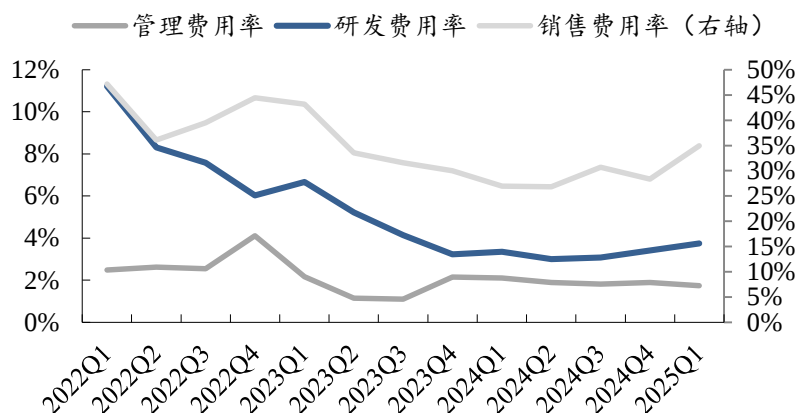
图4：毛利率情况



数据来源：公司财报，东吴证券研究所

2025Q2 销售费用率为 26.2%，同比-0.7pct；管理费用率为 1.5%，同比-0.4pct；研发费用率为 3.5%，同比+0.5pct。

图5：公司费用率情况



数据来源：公司财报，东吴证券研究所

3. 盈利预测与投资评级

考虑短期公司利润释放超预期，但电商行业竞争加剧公司加码生态建设投入，因此我们将 2025-2027 年的 Non-GAAP 净利润从 98,547.0/130,321.5/153,980.1 百万元调整至 100,405/126,456/152,411 百万元，2025-2027 年对应 PE 分别为 12.1/9.6/7.9 倍（美元/人民币=7.13，2025/8/28 当日汇率，每 ADR=4 股股票），我们维持公司“买入”评级。

4. 风险提示

1.竞争加剧风险：电商行业用户增速放缓，但参与者不断增加，市场竞争日趋白热化。这不仅体现在传统价格战和营销战上，新兴模式如直播电商的崛起也在不断分流用户和订单。公司需持续投入大量资源用于生态建设、技术创新和用户留存，这可能对短期利润构成持续压力。

2.宏观经济波动风险：宏观经济环境和消费者信心变化直接影响购买力与消费意愿。若经济复苏不及预期或出现波动，可能导致消费需求疲软、市场增长放缓。公司需要密切关注宏观趋势，灵活调整经营策略，以应对潜在的需求侧冲击。

3.关税政策不确定性风险：美国关税政策反复无常，其带来的不确定性可能比关税本身更为严重。若主要市场贸易政策生变，例如关税壁垒提升或范围扩大，将直接推高跨境业务的运营成本，对公司旗下跨境电商业务的盈利能力和市场规划带来挑战。

拼多多三大财务预测表

资产负债表（百万元）					利润表（百万元）				
	2024	2025E	2026E	2027E		2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	126,194	345,175	423,303	573,123	营业收入	393,836	425,445	486,368	544,325
短期投资	273,792	295,766	338,119	378,411	营业成本	153,900	165,923	194,547	217,730
应收账款	11,248	18,048	18,933	19,942	销售费用	111,301	122,431	137,122	153,577
预付账款及其他	4,413	6,498	7,051	7,435	研发费用	12,659	14,600	16,324	18,409
流动资产合计	415,648	665,487	787,407	978,911	管理费用	7,553	7,845	8,678	9,618
固定资产	879	1,067	1,248	1,378	营业利润	108,423	114,645	129,696	144,991
无形资产	19	826	1,772	2,804	其他收益-非经营	3,120	2,978	2,432	1,633
长期投资	0	0	0	0	净利息汇兑收入	21,141	13,881	31,066	33,864
经营租赁使用权资产	5,064	5,889	6,855	7,910	投资收益	17	85	151	240
其他非流动资产	83,407	90,101	103,004	115,278	利润总额	132,701	131,589	163,345	180,728
非流动资产合计	89,386	98,327	113,122	127,605	所得税	-20,267	-22,502	-27,605	-26,748
资产合计	505,034	819,882	994,064	1,185,497	归母净利润	112,435	109,088	135,739	153,980
短期借款	0	0	0	0	EBITDA	109,368	116,766	131,885	147,697
应付账款	92,458	193,448	168,465	191,064	EBIT	108,423	114,645	129,696	144,991
应计负债及其他负债	76,557	82,702	94,545	105,811	NOPLAT	124,982	134,250	151,615	166,450
预收账款	19,408	35,749	34,066	36,895	经调整净利润 Non-GAAP	122,344	100,405	126,456	152,411
流动负债合计	188,423	311,898	297,075	333,771					
可转换债券	0	0	0	0					
其他非流动负债	3,192	3,448	3,941	4,411					
非流动负债合计	3,298	3,508	4,017	4,492					
股东权益	313,313	422,401	558,140	712,121	主要财务比率	2024	2025E	2026E	2027E
所有者权益合计	313,313	466,969	637,472	791,453	每股收益-Non-GAAP (元)	22.0	18.1	22.8	27.4
负债和股东权益	505,034	819,882	994,064	1,185,497	每股净资产 (元)	56.4	76.0	100.5	128.2
					发行在外股份（百万股）	5555.1	5555.1	5555.1	5555.1
					ROIC	39.5%	29.7%	25.1%	21.5%
					ROE	35.9%	25.8%	24.3%	21.6%
现金流量表（百万元）	2024	2025E	2026E	2027E	毛利率	60.9%	61.0%	60.0%	60.0%
经营活动现金流	51,793	234,863	103,307	171,088	Non-GAAP 净利率	31.1%	23.6%	26.0%	28.0%
投资活动现金流	-150,243	-29,973	-56,754	-55,607	资产负债率	38.0%	38.5%	30.3%	28.5%
融资活动现金流	30,141	14,091	31,575	34,339	营业收入增长率	59.0%	8.0%	14.3%	11.9%
现金净增加额	4,415	218,981	78,128	149,820	经调整净利润增长率	80.2%	-17.9%	25.9%	20.5%
折旧摊销	945	2,120	2,188	2,705	P/E-Non-GAAP	9.9	12.1	9.6	7.9
资本开支	-1,802	-3,939	-4,281	-4,923	P/B	15.5	11.5	8.7	6.8
营运资本变动	-35,415	-114,591	16,261	-35,302	EV/EBITDA	44	41	37	33

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,美元汇率为2025年8月28日的7.13,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）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。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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

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应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>