

拼多多 (PDD)

证券研究报告

2025 年 09 月 08 日

25Q2 业绩：利润环比明显改善，看好公司长期发展

投资评级

6 个月评级

买入（维持评级）

25Q2 业绩要点：收入稳健增长，利润超预期

公司公布 25Q2 业绩。2025Q2 公司营业收入同比增长 7%至 1,039.8 亿元；拆分来看，公司 25Q2 营销服务收入为 557 亿元，同比增长 13%；交易服务收入同比增长 0.7%至 483 亿元，公司指出 Q2 营收增速继续放缓，主要系竞争加剧及外部环境不确定性；盈利端超预期主要系公司营销投入环比有所下降叠加利息收入及投资收益有所恢复，公司 25Q2 调整后净利润为同比下降 5%至 327 亿元，调整后净利润率为 31.5%。

投资收益叠加销售费用超预期助力利润端超预期

收入端来看，公司 25Q2 营销服务收入同比增长 13%，交易服务收入同增 0.7%，我们预计公司收入增速有所放缓主要系 Q2 关税影响下 TEMU 半托管 GMV 占比提升。利润端来看，公司本季度利润超预期，我们认为主要系 1) 销售费用率同环比均有所下降，销售费用环比下降 19%至 272 亿，我们预计主要系公司主站 C 端补贴下降叠加关税情况下 temu 投放有所减少；2) 利息及投资收益环比净增 102 亿；展望未来，随着海外增量市场投放及北美市场恢复投入，我们认为海外销售费用或有所增加，但部分或被公司主站 C 端补贴销售费用优化所抵消。我们认为公司下半年趋势边际向好，公司持续加强供应链建设扶持新质商家，有利于平台长期健康发展，我们认为从长期角度公司仍具备竞争力。

TEMU 全球化业务稳步推进，看好业务长期发展

我们认为公司海外市场稳步扩张，预计随着半托管模式占比提升，公司海外监管风险和政策风险或部分转嫁的同时，temu 整体货币化率或有下降，或部分影响公司交易服务收入，我们长期看好 TEMU 在全球电商市场的进一步扩张。公司表示将进一步加强合规，建设健康的营商环境，追求公司海外业务长期健康发展。

投资建议：考虑到公司收入稳健增长，利润环比有所改善，我们上调公司 2025-2027 年营业收入分别至 4498/5239/5976 亿元（2025/2026/2027 年前值为 4402/5056/5774 亿元）；我们预计 2025-2027 年 Non-GAAP 净利润至 1178/1477/1772 亿元（2025/2026/2027 年前值为 1048/1327/1555 亿元），对应 9 月 5 日收盘价 PE 分别为 11X/9X/7X，维持“买入”评级。

风险提示：宏观经济不确定性；行业竞争加剧；主站收入增速放缓，货币化率提升不及预期；海外监管存在不确定性。

作者

孔蓉

分析师

SAC 执业证书编号：S1110521020002
kongrong@tfzq.com

何富丽

分析师

SAC 执业证书编号：S1110521120003
hefuli@tfzq.com

刘诗雨

分析师

SAC 执业证书编号：S1110524120001
liushiyu@tfzq.com

相关报告

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期标普 500 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期标普 500 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	A 栋 23 层 2301 房	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	邮编：570102	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	电话：(0898)-65365390	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com