

拼多多 (PDD.O) 25Q3 财报点评

强烈推荐 (维持)

加大生态投入短期或将影响业绩，长期看好高质量增长

拼多多发布 2025Q3 业绩，Q3 公司营业收入 1083 亿元，YOY+9%，广告收入 533.5 亿元，YOY+8%，略低于预期；Non-GAAP 归母净利润 314 亿元，YOY+14.3%，利润超预期。公司表示未来将继续大力投入，通过类似于百亿减免、千亿扶持等惠商举措反哺平台生态，短期利润或将有所波动，长期看好国内业务持续高质量发展及海外市场成长和盈利空间，维持“强烈推荐”。

□Q3 广告收入增长略低于预期，未来公司将继续开展惠商举措反哺平台生态。25Q3 公司实现总收入 1083 亿元，YOY+9%（一致预期+8.3%）；广告收入 533.5 亿元，YOY+8%（一致预期+12.4%），增速略低于预期；佣金收入 549 亿元，YOY+10%（一致预期+2.7%），增速环比有所回升，主要由于去年 9 月开始的返还商品退款订单的 0.6% 基础技术服务费等商家降佣举措今年 Q3 起进入正常基数，以及海外业务美国关税政策落地全托管模式逐渐恢复带来的收入回暖。公司表示未来将持续开展费用减免、为优质商家提供营销扶持等惠及供需两侧的战略项目将进一步增多，短期或将影响佣金及广告收入，长期有望驱动平台生态健康可持续发展。

□Q3 利润超预期，未来短期国内生态投入及海外政策风险下利润或将波动，长期看好公司高质量发展。25Q3 毛利率为 57%，同比下降 3.3pct；销售费用/管理费用/研发费用分别为 303/ 18/ 43 亿元，费用率分别为 28.0%/1.6%/4.0%，同比 -2.7pct/-0.2pct/+0.9pct；经营利润 250 亿元，同比+3%（一致预期-6.56%），利息与投资收入净额为 85.7 亿，同比+58%，Non-GAAP 归母净利润 314 亿元，YOY+14.3%（一致预期-8.5%），净利润超预期。展望后续，对于国内业务公司将继续通过类似于百亿减免、千亿扶持等惠商举措反哺平台生态，短期或将对利润端产生影响，此外海外业务也面临宏观环境、关税政策等因素影响使业绩存在一定不确定性，但长期来看健康的平台生态建设和全球化业务的合规能力提升有望带来长期价值和高质量发展。

□Temu 逐步恢复美国全托管业务，增势稳健亏损改善，长期看好海外业务成长及盈利空间。三季度美国关税落地税率降低，7 月起 TEMU 逐步恢复美国全托管业务运营，同时平台也不断探索全托/半托管下的海外前置仓等新模式，以及提高本对本业务占比进而降低各地关税带来的业务风险。公司表示在商品上架/销售/售后等环节平台均开展主动巡查和积极响应，建立专业合规团队跟进各国合规趋势并及时开展业务调整，长期看 TEMU 全球市场稳步扩张增长潜力及盈利空间依然广阔。

□投资建议：看好平台对于健康商家生态投入带来的长期价值，以及看好全球市场成长及盈利空间，考虑到公司未来或将加大生态投入以及海外政策不确定性对利润的影响，调整 2025-2027 年拼多多 Non-GAAP 归母净利润至 1158/ 1323/ 1625 亿元，给予 2025 年 nongaap 归母净利润 12-15 倍 PE，对应目标价 139-174 美元/股，维持“强烈推荐”。

□风险提示：宏观经济风险；行业竞争加剧；海外政策风险。

财务数据与估值

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
主营收入(百万元)	247639	393836	430405	500749	557912
同比增长	90%	59%	9%	16%	11%
NON-GAAP 净利润(百万)	67899	122344	115790	132298	162547
同比增长	72%	80%	-5%	14%	23%
每股收益(NON-GAAP)	6.79	12.23	11.58	13.23	16.25
P/E (NON-GAAP)	18.9	10.5	11.1	9.7	7.9

资料来源：公司数据、招商证券

消费品/商业

目标估值：139-174 美元

当前股价：123 美元

基础数据

总股本 (万股)	567859
海外股 (万股)	567859
总市值 (亿美元)	1832
海外股市值 (亿美元)	1832
每股净资产 (美元)	9.70
ROE (TTM)	27.06
资产负债率	36.2%
主要股东	黄峥
主要股东持股比例	24.8%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	0.4	9.9	10.0
相对表现	-1.9	-5.6	-24.2

资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

- 1、《拼多多 (PDD) 25Q1 财报点评——加大商户扶持利润承压,看好长期生态价值及海外成长空间》2025-05-28
- 2、《拼多多 (PDD) 24Q4 财报点评——管理层表述正向，看好利润长期可持续增长》2025-03-21
- 3、《拼多多 (PDD) 2024Q3 财报点评——收入及利润增速放缓,商户友好政策促进生态健康发展》2024-11-22

丁浙川 S1090519070002

dingzhechuan@cmschina.com.cn

胡馨媛 S1090525060001

huxinyuan@cmschina.com.cn

附：财务预测表

资产负债表

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	294749	415648	568652	706918	856733
现金及现金等价	59794	57768	102965	132041	171747
交易性金融	0	0	0	0	0
其他短期投	157415	273792	373792	473792	573792
应收账款及	0	0	0	0	0
其它应收款	11342	11248	12292	13522	14874
存货	0	0	0	0	0
其他流动资	66198	72840	79603	87564	96320
非流动资产	53329	89386	90254	90230	90208
固定资产	981	879	1747	1723	1701
无形资产	21	19	19	19	19
其他	52327	88488	88488	88488	88488
资产总计	348078	505034	658907	797148	946941
流动负债	152900	188423	230011	252512	277263
短期借款	648	5310	5000	5000	5000
其他	152252	183113	225011	247512	272263
长期负债	7936	3298	8298	8298	8298
长期借款	5232	0	5000	5000	5000
其他	2704	3298	3298	3298	3298
负债合计	160836	191721	238309	260810	285561
储备	117771	187242	313313	420598	536338
少数股东权	0	0	0	0	0
归属于母公司所	187242	313313	420598	536338	661380
负债及权益合计	348078	505034	658907	797148	946941

现金流量表

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	94163	121929	113463	101182	111813
净利润	60027	112435	107285	115740	125042
折旧与摊销	786	709	131	174	171
营运资本变	26456	6663	34090	13312	14643
其他非现金	6893	2123	(28043)	(28043)	(28043)
投资活动现金流	(55431)	(118356)	(72956)	(72106)	(72106)
资本性支出	(584)	(967)	(1000)	(150)	(150)
出售固定资	0	1	1	1	1
投资增减	324025	418281	100000	100000	100000
其它	130	35	28043	28043	28043
筹资活动现金流	(8961)	1	4690	0	0
债务增减	(8969)	(0)	4690	0	0
股本增减	0	0	0	0	0
股利支付	0	0	0	0	0
其它筹资	8	1	0	0	0
其它调整	292	(840)	0	0	0
现金净增加额	29479	4415	45197	29076	39706

利润表

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
总营业收入	247639	393836	430405	500749	557912
主营收入	247639	393836	430405	500749	557912
营业成本	91724	153900	189114	208025	228828
毛利	155915	239936	241291	265420	291962
营业支出	97217	131513	141810	155991	171590
营业利润	58698	108423	99481	109429	120372
利息支出	44	0	0	0	0
利息收入	10238	20553	24211	24211	24211
权益性投资	(5)	17	0	0	0
其他非经营	2953	3120	3832	3832	3832
非经常项目	36	588	(1307)	(1307)	(1307)
除税前利润	71876	132701	126217	136165	147108
所得税	11850	20267	18933	20425	22066
少数股东损	0	0	0	0	0
归属普通股东净	60026	112434	107285	115740	125042
调整后归母净利	67899	122344	115790	132298	162547
EPS	6.79	12.23	11.58	13.23	16.25

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
年成长率					
营业收入	90%	59%	9%	16%	11%
营业利润	93%	85%	-8%	10%	10%
净利润	90%	87%	-5%	8%	8%
获利能力					
毛利率	63.0%	60.9%	56.1%	56.1%	56.1%
净利率	24.2%	28.5%	24.9%	24.4%	24.0%
ROE	32.1%	35.9%	25.5%	21.6%	18.9%
ROIC	31.1%	35.1%	25.2%	21.4%	18.8%
偿债能力					
资产负债率	46.2%	38.0%	36.2%	32.7%	30.2%
净负债比率	1.7%	1.1%	1.5%	1.3%	1.1%
流动比率	1.9	2.2	2.5	2.8	3.1
速动比率	1.9	2.2	2.5	2.8	3.1
营运能力					
资产周转率	0.7	0.8	0.7	0.6	0.5
应收帐款周转率	27.1	34.9	36.6	36.7	36.7
每股资料 (元)					
每股收益	6.79	12.23	11.58	13.23	16.25
每股经营现金	18.62	24.11	22.43	5.68	6.28
每股净资产	37.02	61.95	83.16	30.11	37.13
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
估值比率					
PE					
(NON-GAAP)	18.9	10.5	11.1	9.7	7.9

资料来源：公司数据、招商证券

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制，仅对中国境内投资者发布，请您自行评估接收相关内容的适当性。本公司不会因您收到、阅读相关内容而视您为中国境内投资者。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。

本公司关联机构可能会持有报告所提到的公司所发行的证券头寸，且本公司或关联机构可能会就这些证券进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务，客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突。

任何机构和个人均不得以任何形式翻版

复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。