

拼多多 (PDD.O)

2025Q3 财报点评：国补逐步退坡，营业利润企稳

优于大市

核心观点

收入：本季度公司营业收入 1083 亿元，同比增长 9%，其中广告营销收入 533 亿元，yoy +8%；支付通道收入 549 亿元，yoy +10%，环比看广告和支付通道收入增速均有下降。分拆看，广告收入为主站广告营销收入，据我们测算，Q3 公司主站 GMV 同比增速为 10-15%，广告货币化率首次下降；支付通道收入包含主站佣金、多多买菜与 TEMU 收入，本季度支付通道收入同比增速 10%（去年同期 yoy+72%、25Q2 yoy+1%），我们认为支付通道收入增速下滑主要原因为公司投入平台生态建设、主动下调国内主站佣金，以及 TEMU 半托管 GMV 占比增加带来的结构性调整。

利润：本季度公司 non-GAAP 净利润 316 亿元，yoy+15%，non-GAAP 净利率 29%，净利率同比提升 6pct。净利润增长主要由于本季度利息收入同比增长 30 亿（公司账上现金及短期投资 4238 亿，去年同期 3316 亿）。本季度公司毛利率 57%，同比下降 3pct，主要由于平台运费、带宽、服务成本及支付通道费增长；公司仍保持相对高效的费用投放效率，本季度费用率合计 34%，同比下降 2pct，其中销售费用同比下降 1%，销售费率同比下降 3pct 至 28%，主要由于公司减少 C 端广告投放；管理费用同比下降 3%，管理费率同比下降 0.2pct；研发费用同比上升 41%，研发费率同比上升 0.9pct 至 4%。我们预计本季度海外业务亏损 36 亿人民币。值得一提的是，**本季度经调营业利润、经调净利结束连续两个季度的下滑**，但管理层表示国内业务将持续投入平台生态，海外业务也持续面临不确定性和风险，均可能影响短期和长期财务表现，未来几个季度业绩表现可能出现波动。

投资建议：维持“优于大市”评级。拼多多目前隐含 2025 年经调 PE 10 倍，公司专注长期投资，管理层指引长期公司增速可能波动。我们调整 2025-2027 年收入至 4424/4960/5579 亿元，调整幅度为 1.4%/-0.6%/-1.0%，主要反映公司海外业务短期恢复，公司持续让利商家以及海外业务的政策不确定性带来的长期收入波动。我们调整 2025-2027 年经调净利至 1165/1413/1554 亿元，调整幅度为+9.5%/+7.6%/+6.1%，主要原因是公司账上现金带来的利息收入会抵消一部分营业利润的潜在波动风险。维持“优于大市”评级。

风险提示：美国证券交易委员会监管风险，电商竞争格局加剧的风险等。

盈利预测和财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	247,639	393,836	442,378	495,958	557,927
(+/-%)	89.7%	59.0%	12.3%	12.1%	12.5%
净利润(百万元)-经调整	67899	122344	116510	141349	155389
(+/-%)	72%	80.2%	-4.8%	21.3%	9.9%
每股收益(元)-经调整	14.25	21.39	21.27	25.80	28.37
EBIT Margin	40.6%	43.5%	22.2%	25.7%	27.8%
净资产收益率 (ROE)	32.1%	35.9%	25.2%	23.7%	20.7%
市盈率 (PE)	15.2	10.1	10.2	8.4	7.6
EV/EBITDA	2.8	2.6	6.8	8.1	10.7
市净率 (PB)	5.52	3.96	2.83	2.16	1.72

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·海外公司财报点评

互联网·互联网 II

证券分析师：张伦可

0755-81982651

zhanglunke@guosen.com.cn

S0980521120004

证券分析师：王颖婕

0755-81983057

wangyingjie1@guosen.com.cn

S0980525020001

基础数据

投资评级

优于大市(维持)

合理估值

收盘价

119.58 美元

总市值/流通市值

169,761/169,761 百万美元

52 周最高价/最低价

139.41/87.11 美元

近 3 个月日均成交额

1127.29 百万美元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《拼多多 (PDD.O) -2025Q2 财报点评：利润表现亮眼，继续坚持投资电商生态》——2025-08-26

《拼多多 (PDD.O) -2025Q1 财报点评：投入加大叠加关税影响，Q1 业绩承压》——2025-05-29

《拼多多 (PDD.O) -2024Q4 财报点评：利润表现好于预期，平台生态建设向收获期迈进》——2025-03-25

《拼多多 (PDD.O) -短期投入夯实长期竞争力，海内外业务发展进入新阶段》——2025-03-10

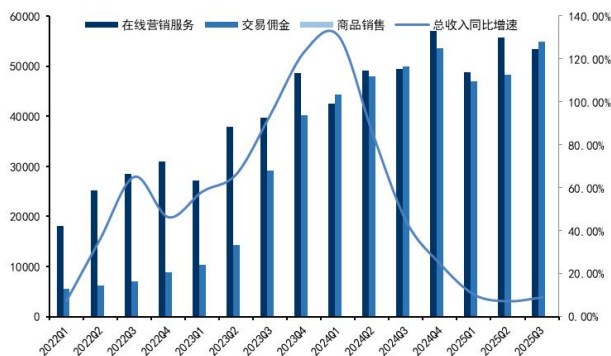
《拼多多 (PDD.O) -2024Q3 财报点评：公司加大商户佣金减免，受竞争影响未来利润承压》——2024-11-22

整体表现：公司利润亮眼，将持续投入商家生态

本季度公司营业收入 1083 亿元，同比增长 9%，其中广告营销收入 533 亿元，yoy +8%；支付通道收入 549 亿元，yoy +10%，环比看广告和支付通道收入增速均有下降。分拆看，广告收入为主站广告营销收入，据我们测算，Q3 公司主站 GMV 同比增速为 10-15%，广告货币化率首次下降；支付通道收入包含主站佣金、多多买菜与 TEMU 收入，本季度支付通道收入同比增速 10%（去年同期 yoy+72%、25Q2 yoy+1%），我们认为支付通道收入增速下滑主要原因为公司投入平台生态建设、主动下调国内主站佣金，以及 TEMU 半托管 GMV 占比增加带来的结构性调整。

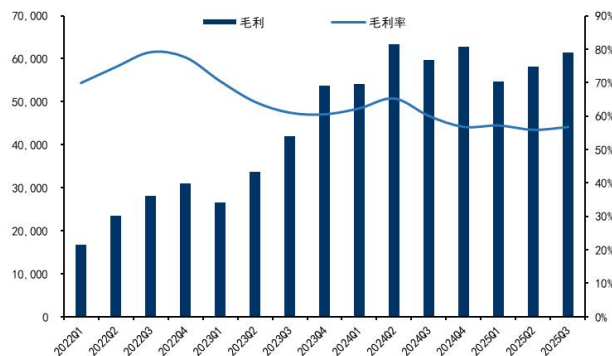
本季度公司 non-GAAP 净利润 316 亿元，yoy+15%，non-GAAP 净利率 29%，净利率同比提升 6pct，净利润增长主要由于本季度利息收入同比增长 30 亿（公司账上现金及短期投资 4238 亿，去年同期 3316 亿）。本季度公司毛利率 57%，同比下降 3pct，主要由于平台运费、带宽、服务成本及支付通道费增长；公司仍保持相对高效的费用投放效率，本季度费用率合计 34%，同比下降 2pct，其中销售费用同比下降 1%，销售费率同比下降 3pct 至 28%，主要由于国补前的低基数影响结束，且公司减少 C 端广告投放；管理费用同比下降 3%，管理费率同比下降 0.2pct；研发费用同比上升 41%，研发费率同比上升 0.9pct 至 4%。我们预计本季度海外业务亏损 36 亿人民币。值得一提的是，本季度经调营业利润、经调净利结束连续两个季度的下滑，但管理层表示国内业务将持续投入平台生态，海外业务也持续面临不确定性和风险，均可能影响短期和长期财务表现，未来几个季度业绩表现可能出现波动。

图1：拼多多季度分部营业收入及增速（百万元，%）



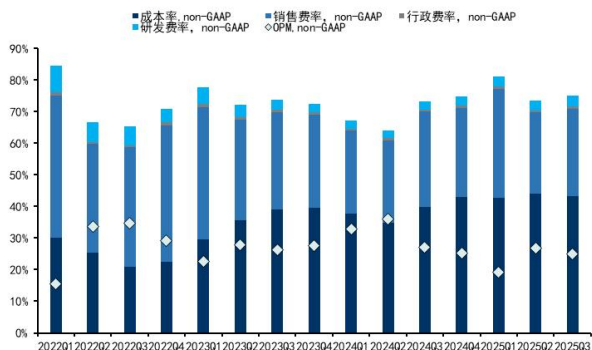
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：拼多多季度毛利及毛利率变化情况（百万元，%）



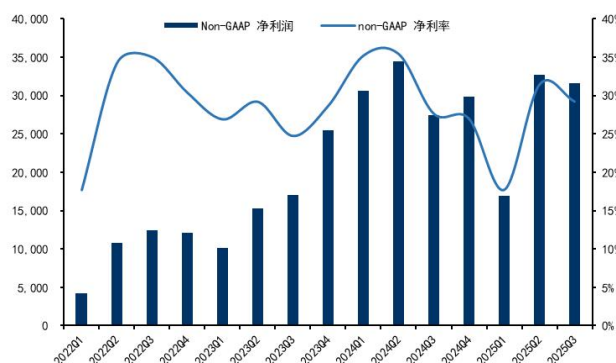
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3: 拼多多经调整各项费用率和 EBIT 利润率情况 (%)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4: 拼多多季度 Non-GAAP 净利润及净利率 (百万元, %)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

投资建议：维持“优于大市”评级

拼多多目前隐含 2025 年经调 PE 10 倍，公司专注长期投资，管理层指引长期公司增速可能波动。我们调整 2025-2027 年收入至 4424/4960/5579 亿元，调整幅度为 1.4%/-0.6%/-1.0%，主要反映公司海外业务短期恢复，公司持续让利商家以及海外业务的政策不确定性带来的长期收入波动。我们调整 2025-2027 年经调净利至 1165/1413/1554 亿元，调整幅度为+9.5%/+7.6%/+6.1%，主要原因是公司账上现金带来的利息收入会抵消一部分营业利润的潜在波动风险。维持“优于大市”评级。

风险提示

美国证券交易委员会监管风险，新进入者竞争加剧等市场风险，宏观经济系统性风险等。

财务预测与估值

资产负债表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E	利润表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	59794	57768	171103	60102	61304	营业收入	247639	393836	442378	495958	557927
应收款项	11342	12006	13486	15120	17009	营业成本	91724	153900	191806	210078	230748
存货净额	0	0	1050	1150	1263	营业税金及附加	0	0	0	0	0
其他流动资产	66198	72082	80966	90773	102115	销售费用	44802	54344	129049	134760	146019
流动资产合计	294750	415648	742811	995405	1622281	管理费用	10533	14350	23222	23819	26244
固定资产	980	879	5713	10546	15348	财务净开支	(10419)	(20625)	(24263)	(24263)	(12041)
无形资产及其他	21	19	65	105	139	投资收益	(5)	17	86	86	86
投资性房地产	52327	88488	88488	88488	88488	资产减值及公允价值变动	656	2221	4059	4059	4059
长期股权投资	0	0	0	0	0	其他收入	(39811)	(61993)	19	87	184
资产总计	348078	505034	837077	1094543	1726255	营业利润	71841	132113	126727	155795	171286
短期借款及交易性金融负债	649	5310	6615	102884	549943	营业外净收支	36	588	0	1	0
应付款项	0	51086	63604	69653	76487	利润总额	71876	132701	126727	155796	171286
其他流动负债	152252	132028	343882	368403	402666	所得税费用	11850	20267	20956	25763	28325
流动负债合计	152901	188423	414101	540940	1029097	少数股东损益	0	0	0	0	0
长期借款及应付债券	5232	0	0	0	0	归属于母公司净利润	60027	112435	105770	130033	142961
其他长期负债	2704	3298	3893	4487	5081	现金流量表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
长期负债合计	7936	3298	3893	4487	5081	净利润	60027	112435	105770	130033	142961
负债合计	160837	191721	417993	545427	1034178	资产减值准备	0	0	0	0	0
少数股东权益	0	0	0	0	0	折旧摊销	1495	0	196	255	344
股东权益	187242	313313	419084	549116	692078	公允价值变动损失	(656)	(2221)	(4059)	(4059)	(4059)
负债和股东权益总计	348078	505034	837077	1094543	1726255	财务费用	(10419)	(20625)	(24263)	(24263)	(12041)
关键财务与估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E	营运资本变动	7704	(11253)	213553	19624	28348
每股收益-经调整	14.25	21.39	21.27	25.80	28.37	其它	25593	22969	0	0	0
每股红利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流	94163	121929	315460	145853	167595
每股净资产	39.30	54.79	76.50	100.24	126.34	资本开支	0	(2121)	(1017)	(1068)	(1121)
ROIC	-9%	4%	11%	10%	9%	其它投资现金流	(42303)	(116376)	(202413)	(352056)	(612330)
ROE	32%	36%	25%	24%	21%	投资活动现金流	(55431)	(118356)	(203430)	(353124)	(613451)
毛利率	63%	61%	57%	58%	59%	权益性融资	0	0	0	0	0
EBIT Margin	41%	43%	22%	26%	28%	负债净变化	3656	(5232)	0	0	0
EBITDA Margin	41%	43%	22%	26%	28%	支付股利	0	0	0	0	0
收入增长	90%	59%	12%	12%	12%	其它融资现金流	1665	(7473)	1305	96270	447059
净利润增长率	90%	87%	-6%	23%	10%	融资活动现金流	(8961)	1	1305	96270	447059
资产负债率	46%	38%	50%	50%	60%	现金净变动	25468	(2026)	113335	(11001)	1202
股息率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	货币资金的期初余额	34326	59794	57768	171103	60102
P/E-经调整	15.2	10.1	10.2	8.4	7.6	货币资金的期末余额	59794	57768	171103	60102	61304
P/B	6	4	3	2	2	企业自由现金流	93197	131715	294779	125071	156887
EV/EBITDA	3	3	7	8	11	权益自由现金流	107032	136425	316487	241743	614146

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司

关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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所意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032