

公司报告

招商证券（香港）有限公司
证券研究部

拼多多 (PDD US)

25年三季度业绩超预期，复苏及长期积极趋势不变

■ 25年三季度集团营收同比+9%，高于预期1%；非GAAP营业利润/净利润分别超预期19%/25%，主要受销售与营销费用控制改善及利息收入增加推动

■ 隔夜股价因广告营收不及预期下跌约7%，但我们认为国内业务与TEMU的盈利复苏趋势依然稳健

■ 维持增持；对公司长期健康发展保持积极判断；目标价维持在147美元

25年三季度净利润超预期

拼多多25年三季度集团营收达到人民币1,083亿元，同比加速至+9%（上一季度+7%），高于预期1%；交易服务营收同比+10%（上一季度+1%），而线上营销服务营收同比放缓至+8%（上一季度+13%）。在GMV维持高双位数增长（CMS预测）的背景下，我们预计国内业务广告抽成率同比收窄，原因是对商家与消费者的投入增加。然而，我们看到费用控制改善，尤其是销售与营销费用同比-1%，推动非GAAP营业利润恢复为同比+1%，超预期19%。此外，现金余额上升（净现金人民币4,895亿元）及高于预期的利息收入同比+59%，带动非GAAP净利润同比+14%，超预期25%。

复苏趋势持续

我们在今年8月的报告中已强调“最困难的时期已过去”，目前复苏趋势延续：1）国内业务盈利复苏，我们预计26财年国内营业利润同比+11%（25财年同比持平），主要受益于高于同业的GMV增长（中双位数24年，自下半年以来新增投入的基数效应逐渐消退、经营杠杆以及审慎的成本控制）；2）TEMU亏损持续收窄，驱动因素包括半托管模式与热门商家占比提升、效率改善以及经营杠杆。此外，美国MAU自10月起恢复增长（同比+18%，对比9月同比-3%，数据来源Sensor Tower），有助于缓解市场对关税及竞争的担忧。鉴于欧盟自26年初起将取消小额包裹（<150欧元）关税豁免，我们认为TEMU已从此前美国案例中积累了运营经验以减轻关税影响，整体积极趋势应保持不变。我们预计TEMU在25/26财年GMV分别达到690/860亿美元，营业利润率/GMV分别为-5.7%/-2.5%。

维持增持，长期依旧看好

我们上调了25-27财年非GAAP净利润预测2~7%（图8），主要反映国内利润率扩张及TEMU亏损收窄的前景。我们继续看好拼多多的竞争优势（GMV增速仍快于同业），并保持对平台高质量投入及效率提升的积极判断。我们的分部加总估值目标价维持在147美元（图10），上调盈利预测的影响被流通股调整所抵消。该目标价对应26/27财年市盈率分别为12倍/9倍，对比京东的12倍/8倍。潜在上行催化因素包括：1）AI推动抽成率提升及利润增长加快；2）TEMU业务发展积极，以及关税政策缓解；3）股东回报举措（若有）。主要风险包括：1）消费/宏观环境；2）竞争；3）监管；4）声誉；5）意外成本。

盈利预测及估值

十亿元人民币	2023	2024	2025E	2026E	2027E
收入	247.6	393.8	434.8	500.8	555.3
同比增长	89.7%	59.0%	10.4%	15.2%	10.9%
非GAAP经营利润	65.8	118.3	106.2	134.2	172.1
非GAAP净利润	67.9	122.3	111.4	133.5	167.2
同比增长	71.8%	80.2%	-9.0%	19.9%	25.2%
非GAAP摊薄每股价值（人民币）	47.5	82.7	75.0	89.7	112.3
市盈率（倍）	18.0	10.0	11.0	9.2	7.3
市销率（倍）	7.1	4.6	4.2	3.6	3.3
ROE (%)	44.5%	48.9%	30.5%	27.8%	26.8%

注：截至2025年11月18日的收盘价；资料来源：彭博、公司数据、招商证券（香港）预测

李怡珊，CFA

+852 3189 6122

crystalli@cmschina.com.hk

王腾杰

+852 3189 6634

tommywong@cmschina.com.hk

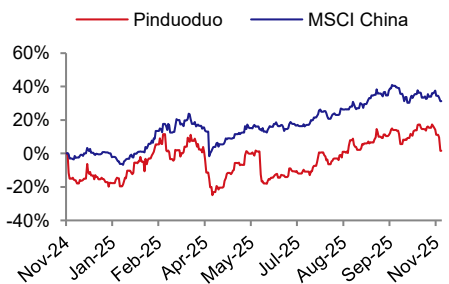
与市场的预期差

我们对拼多多盈利增长更加乐观，主要受益于经营杠杆、TEMU亏损收窄以及效率提升的推动

增持

前次评级	增持
股价（25年11月18日）	120美元
12个月目标价（上涨/下跌空间）	147美元（+23%）
前次目标价	147美元

股价表现



资料来源：彭博

%	1m	6m	12m
PDD US	0.4	8.9	10.0
MSCI 中国	2.5	16.0	34.1

行业：TMT

恒生指数（2025年11月18日）	25,930
MSCI 中国（2025年11月18日）	85

重要数据

52周股价区间（美元）	87 - 139
市值（十亿美元）	169.8
日均成交量（百万股）	5.93

主要股东

黄铮	31.4%
腾讯	13.8%
其他股东	4.2%
自由流通量	50.6%

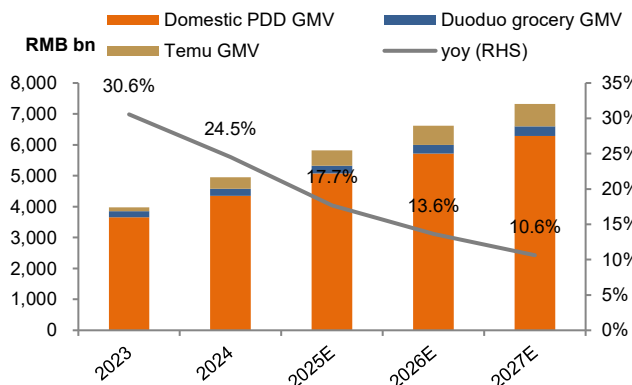
资料来源：彭博、招商证券（香港）

Related Research

- 拼多多 (PDD US) - 最坏时期已过；预计 25 年下半年盈利将重新加速增长 (BUY) (增持) (2025/8/26)
- Pinduoduo (PDD US) - Clean slate recovery in 2H25E intact despite 1Q miss (增持) (2025/5/28)
- 拼多多 (PDD US) - 信心复苏，2025 年下半年重新出发 (增持) (2025/3/24)

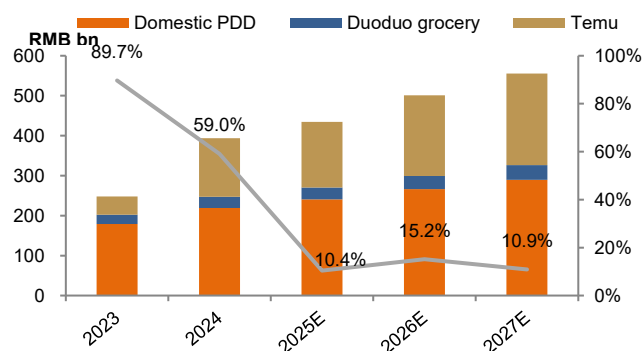
重点图表

图1：拼多多分业务GMV预测（十亿人民币）



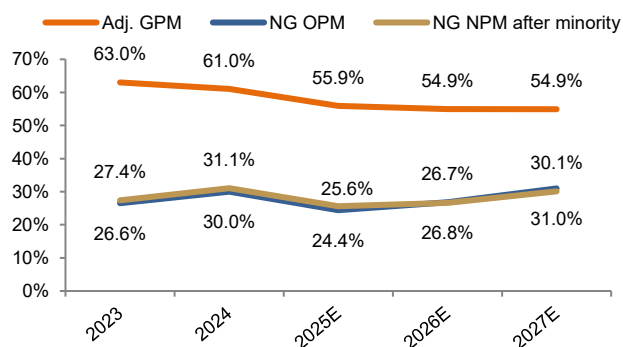
资料来源：公司数据、招商证券（香港）预测

图2：拼多多分业务收入预测（十亿人民币）



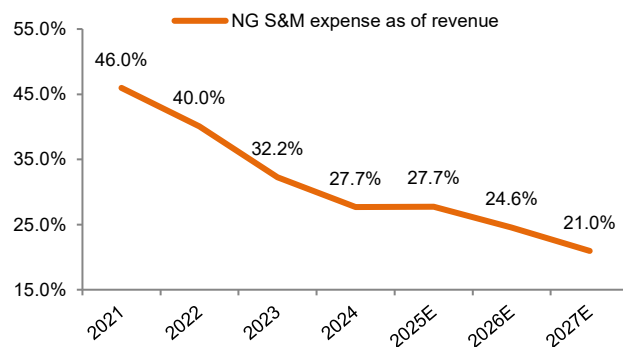
资料来源：公司数据、招商证券（香港）预测

图3：拼多多非GAAP利润率



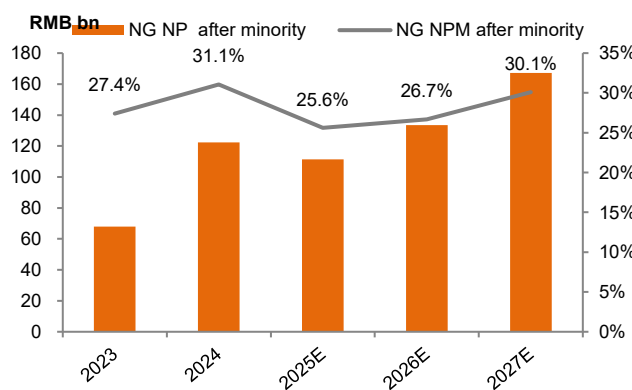
资料来源：公司数据、招商证券（香港）预测

图4：拼多多非GAAP销售管理费用占收入的比例



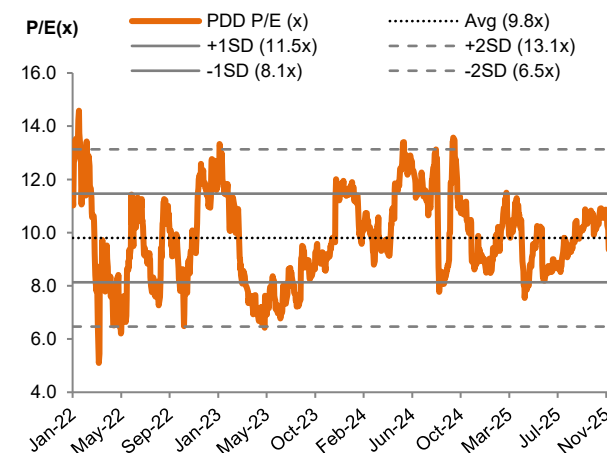
资料来源：公司数据、招商证券（香港）预测

图5：拼多多非GAAP净利润（十亿人民币）和净利润率



资料来源：公司数据、招商证券（香港）预测

图6：市盈率区间



资料来源：公司数据、彭博、招商证券（香港）预测

图 7：拼多多 25 年三季度业绩

十亿元人民币	实际数据			2Q25 yoy	3Q25 yoy	3Q25 qoq	实际数据和招商证 券预测对比		实际数据和一致预 测对比	
	3Q24	2Q25	3Q25				3Q25	% 差异	3Q25	% 差异
收入	99.4	104.0	108.3	7%	9%	4%	106.6	2%	107.6	1%
在线营销服务	49.4	55.7	53.3	13%	8%	-4%	56.1	-5%	56.0	-5%
交易服务	50.0	48.3	54.9	1%	10%	14%	50.5	9%	51.6	6%
毛利润	59.6	58.1	61.4	-8%	3%	6%	59.6	3%	61.1	1%
销售和市场费用	-30.5	-27.2	-30.3	4%	-1%	11%	-31.3	-3%		
一般及行政费用	-1.8	-1.5	-1.8	-17%	-3%	15%	-1.7	1%		
产品开发费用	-3.1	-3.6	-4.3	23%	41%	21%	-3.8	14%		
经营利润	24.3	25.8	25.0	-21%	3%	-3%	22.7	10%	22.7	10%
非 GAAP 经营利润	26.8	27.7	27.1	-21%	1%	-2%	24.8	9%	22.8	19%
净(亏损)/利润	25.0	30.8	29.3	-4%	17%	-5%	22.7	29%	22.8	29%
非 GAAP 归母净(亏损)/利润	27.5	32.7	31.4	-5%	14%	-4%	24.8	26%	25.1	25%
经营性现金流	27.5	21.6	45.7	-51%	66%	111%				
净现金	363.7	448.5	489.5							
关键经营数据 (%)										
毛利率	60%	56%	57%	-9.4ppt	-3.3ppt	0.8ppt	56%	0.9ppt	57%	-0.1ppt
经营利润率	24%	25%	23%	-8.7ppt	-1.3ppt	-1.7ppt	21%	1.8ppt	21%	2.0ppt
非 GAAP 经营利润率	27%	27%	25%	-9.4ppt	-1.9ppt	-1.7ppt	23%	1.7ppt	21%	3.8ppt
归母净利润率	25%	30%	27%	-3.4ppt	1.9ppt	-2.5ppt	21%	5.8ppt	21%	5.9ppt
非 GAAP 归母净利润率	28%	31%	29%	-4.0ppt	1.3ppt	-2.5ppt	23%	5.7ppt	23%	5.6ppt

资料来源：公司、彭博、招商证券（香港）预测

图 8：盈利预测调整

十亿元人民币	当前预测			先前预测			变动		
	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
收入	434.8	500.8	555.3	428.0	482.2	536.3	1.6%	3.9%	3.6%
在线营销服务及其他	220.3	243.5	264.8	225.3	255.2	283.9	-2.2%	-4.6%	-6.7%
交易服务	214.5	257.2	290.6	202.7	227.0	252.4	5.9%	13.3%	15.1%
非 GAAP 毛利润	243.1	275.0	305.0	242.1	272.7	303.3	0.4%	0.9%	0.6%
非 GAAP 经营利润	106.2	134.2	172.1	101.7	131.9	175.0	4.4%	1.8%	-1.6%
非 GAAP 归母净利润 / (亏损)	111.4	133.5	167.2	104.2	129.0	163.6	6.9%	3.5%	2.2%
利润率分析 (%)									
非 GAAP 毛利率	55.9	54.9	54.9	56.6	56.5	56.5	-0.6ppt	-1.6ppt	-1.6ppt
非 GAAP 经营利润率	24.4	26.8	31.0	23.8	27.3	32.6	0.7ppt	-0.5ppt	-1.6ppt
非 GAAP 归母净利润 / (亏损) 率	25.6	26.7	30.1	24.3	26.7	30.5	1.3ppt	-0.1ppt	-0.4ppt

资料来源：公司、彭博、招商证券（香港）预测

图 9：招商证券预测与一致预测对比

十亿元人民币	招商证券预测			一致预测			差异		
	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
收入	434.8	500.8	555.3	431.8	511.4	563.8	1%	-2%	-1%
毛利润	242.8	274.7	304.6	243.5	288.3	310.1	0%	-5%	-2%
非 GAAP 经营利润	106.2	134.2	172.1	103.7	133.0	172.2	2%	1%	0%
非 GAAP 归母净利润 / (亏损)	111.4	133.5	167.2	112.5	132.7	163.0	-1%	1%	3%
核心毛利率	56%	55%	55%	56%	56%	55%	-0.6pp	-1.5pp	-0.1pp
核心经营利润率	24%	27%	31%	24%	26%	31%	0.4pp	0.8pp	0.4pp
核心净利润率	26%	27%	30%	26%	26%	29%	-0.4pp	0.7pp	1.2pp

资料来源：公司、彭博、招商证券（香港）预测；一致预测数据截至 2025 年 11 月 18 日

SOTP 估值

基本情境下，我们给予国内拼多多主站 10 倍的市盈率，高于阿里巴巴淘天集团和京东零售的 8 倍目标市盈率，基于：1) 拼多多 GMV 增长更快；2) 即时零售业务投资审慎（在用户/商家补贴或供应链方面无激进策略）；3) 我们预计在 2026 财年，盈利增速将加速增长至同比 +11%，而淘天集团和京东零售的同比增速则预计持平或仅为低个位数。

我们给予多多买菜 10 倍的市盈率，但基于地缘政治风险我们并未给予 TEMU 估值。然而，我们认为 TEMU 可能是潜在的上行催化剂：1) 积极的业务发展，如全球扩展和新业务模式（例如半托管模式和热门商家）；2) TEMU 表现好转和关税政策放松或将带来估值重估。

图 10: SOTP 估值

十亿元人民币	悲观	基本	乐观	理想		悲观	基本	乐观	理想
国内拼多多主站					TEMU				
GMV	5,583	5,718	5,837	6,091	GMV	466	621	644	693
同比增长	10%	13%	15%	20%	同比增长	0%	25%	30%	40%
货币化率	4.5%	4.7%	5.0%	5.0%	货币化率	25.0%	32.5%	30.0%	35.0%
收入	251	266	292	305	收入	116	202	193	243
同比增长	4%	11%	21%	27%	同比增长	-29%	23%	17%	48%
营业利润率	50.0%	54.8%	55.0%	55.0%	营业利润率	-12.5%	-7.5%	5.0%	8.0%
营业利润/GMV	2.3%	2.6%	2.8%	2.8%	营业利润/GMV	-3.1%	-2.5%	1.5%	2.8%
净利润 (@15%税率)	107	124	136	142	净利润 (@15%税率)	(12)	(13)	8	16
同比增长	-5%	11%	22%	27%	同比增长	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
目标市盈率 (倍)	8	10	12	14	目标市盈率 (倍)	0	0	15	20
目标价值	886	1,277	1,678	2,036	目标价值	0	0	123	330
上涨/下跌空间	-27%	4%	37%	67%					
多多买菜					分部价值 (百万元人民币)	895	1,307	1,863	2,473
GMV	266	278	291	304	净现金 (50%折让)		244		
同比增长	5%	10%	15%	20%	集团价值 (百万元人民币)	1,139	1,551	2,107	2,717
货币化率	10.0%	11.8%	12.8%	13.8%	股数 (百万)		1,485		
收入	27	33	37	42	每股价值 (人民币)	767	1,044	1,418	1,829
同比增长	-11%	10%	25%	40%	人民币/美元		7.10		
营业利润率	5.0%	11.0%	13.0%	15.0%	每股价值 (美元)	108	147	200	258
营业利润/GMV	0.5%	1.3%	1.7%	2.1%	上涨/下跌空间	-7%	27%	72%	122%
净利润 (@15%税率)	1.1	3.1	4.1	5.4	目标价对应市盈率	2024	2025E	2026E	2027E
同比增长	-48%	43%	92%	149%	对应基本情境市盈率	12.7	13.9	11.6	9.3
目标市盈率 (倍)	8	10	15	20	对应乐观情境市盈率		10.6	9.2	7.7
目标价值	9	31	62	107	对应悲观情境市盈率		16.7	13.5	10.4

资料来源：公司数据、招商证券（香港）预测

图11：TEMU于4月推出新型“半托管Y2模式”以支持商家

对比维度	全托管模式	半托管 Y2 模式	半托管 Local 模式
核心定义	平台全权负责物流、运营、售后，卖家仅供货至国内仓	卖家从中国直发美国，平台管控物流面单，无需海外仓备货	卖家提前备货至美国海外仓，自主管理库存与尾程配送
发货地点	平台国内仓 → 平台负责国际物流及尾程配送	中国境内直发 → 美国清关 → 平台指定尾程配送 (USPS/FedEx/UPS)	美国海外仓 → 自主安排尾程配送 (需符合平台时效)
物流时效	3-5 天 (海外仓发货)	14 天 (备货 9 天+配送 5 天)	1-3 天 (美国本土发货)
成本结构	平台承担全部物流、清关费用，卖家支付仓储费 (约 5 元人民币/立方米/天起)	卖家承担头程运费+清关+尾程费用，无海外仓成本	卖家承担海外仓费用 (约 15-25 美元/立方米/月) 及尾程配送成本
库存风险	平台承担滞销风险	零库存压力，按需发货	卖家承担囤货风险，滞销需自行处理
平台介入程度	完全控制定价、流量分配、售后	管控物流面单与核价权，卖家自主选择头程货代	平台保留定价权，卖家负责库存管理与尾程配送
适用场景	- 无跨境经验的新手卖家 - 低客单价跑量商品	- 资金有限的中小卖家测款 - 季节性/流行性商品 - 供应链强大的大卖测品	- 有稳定销量的成熟卖家 - 高单价/高复购商品 - 需快速履约的本地化运营
流量扶持	无特殊扶持 (2025 年 4 月后流量向半托管倾斜)	搜索页加权、推荐位优先 (新入驻卖家红利期)	普通半托管流量分配，需通过爆款运营争取曝光

资料来源：公司数据、招商证券 (香港)

图12：全球最新小包裹关税政策

Country	Policy Adjustment Date	Original Tax-Free Threshold	Adjusted Policy Description
United States	8/9/2025	Below USD 800	Cancel the tax exemption for small parcels from China under USD 800. Impose either an import tax equivalent to about 5% customs duty, or a fixed tax of USD 1,000 per parcel (whichever is higher). The consumption tax on imported goods is about 15%.
European Union	11/13/2025	Below EUR 150	The exemption threshold for goods under EUR 150 has been abolished. All imported goods are subject to a value-added tax (VAT) ranging from 15% to 27%. Starting in 2026, each parcel shipped directly from outside the EU will incur a handling fee of EUR 2, while parcels dispatched from local EU warehouses will only incur a fee of EUR 0.5.(Effective since 1Q26 vs 2028E previously)
United Kingdom	11/26/2025	Below GBP 135	Under the "De Minimis" rule, parcels valued not exceeding GBP 135 are exempt from customs duties.
Japan	Planned 2026	Below JPY 10,000	Plans to cancel the consumption tax exemption for imported goods below USD 135 starting in 2026, with a 10% consumption tax applied to relevant platform parcels.
Chile	10/25/2025	Below USD 41	Cancel the VAT exemption for cross-border small parcels below USD 41. Cross-border orders from USD 0 to 500 will uniformly be subject to 19% VAT.
Thailand	1/1/2026	Below THB 1,500	Cancel the tax exemption for parcels below THB 1,500. All imported goods will be taxed from the first clause.
Indonesia	7/1/2025	VAT rate increased from 10% to 15%	Indonesia's cross-border e-commerce VAT rate increased from 10% to 15%, and platforms are required to withhold and remit taxes.
Malaysia	Current	Shipped from Singapore and declared price below SGD 400	Currently retains tax exemption for items below MYR 500, but with special restrictions: if goods are transshipped via Singapore and declared below SGD 400, they can enjoy the exemption; otherwise, taxes must be levied in Malaysia.
Vietnam	2/18/2025	Below VND 1,000,000	Stops the exemption for parcels below VND 1,000,000 via e-commerce platforms. All parcels will be subject to fixed-rate handling.
Mexico	8/15/2025	Below USD 50	Cancels the exemption for small parcels below USD 50, imposes about 19% VAT, and an import tax rate of 33.5%.
Brazil	8/1/2024	Below USD 50	Imposes about 20% import tax on parcels not exceeding USD 50, plus about 17% consumption tax.

估值对比

公司名称	中文名称	股票代码	货币	招商证券评级	股价	招商证券目标价	上涨空间 (%)	市值 (十亿美元)	EV/EBITDA (x)		P/E (x)		PEG*	P/S (x)	P/OCF (x)	ROE (%)	2025-2027E CAGR		
									FY25E	FY26E	FY25E	FY26E	FY26E	FY26E	FY26E	FY26E	SALES	NP	EBITDA
Tencent	腾讯	700 HK	港元	增持	623.5	766.0	22.9	732.5	13.9	11.9	20.3	17.6	1.3	6.4	15.9	22.2	9.6	13.8	15.9
Alibaba	阿里巴巴	BABA US	美元	增持	159.7	204.0	27.7	381.1	17.1	14.8	17.4	24.2	n.a.	2.6	19.0	11.0	11.2	1.2	13.4
Pinduoduo	拼多多	PDD US	美元	增持	119.6	147.0	22.9	169.8	17.4	12.3	11.0	9.2	0.4	2.4	9.7	27.8	14.3	22.5	51.9
Netease	网易	NTES US	美元	增持	139.2	161.0	15.7	88.1	15.0	14.0	15.4	13.9	1.6	5.2	13.7	24.2	6.7	8.5	8.4
Meituan	美团	3690 HK	港元	增持	98.6	139.0	41.0	77.4	14.8	10.8	n.a.	n.a.	n.a.	1.4	14.5	3.6	12.1	n.a.	29.4
JD.com	京东	JD US	美元	增持	29.5	39.0	32.4	42.8	12.0	7.5	11.2	9.2	0.3	0.2	6.3	11.5	6.5	32.6	54.7
Tencent Music	腾讯音乐	TME US	美元	增持	18.7	25.6	36.9	29.0	15.4	14.8	21.6	19.4	1.7	5.6	16.9	11.4	12.4	11.4	10.3
Kanzhun	看准科技	BZ US	美元	增持	20.8	26.0	25.1	10.0	13.6	16.7	20.1	16.9	1.0	7.8	14.5	23.4	11.4	16.5	6.6
Bilibili	哔哩哔哩	BILI US	美元	增持	26.2	30.0	14.5	11.0	20.0	15.0	31.4	23.0	0.7	2.4	21.2	12.3	9.1	34.1	29.1
Kuaishou	快手	1024 HK	港元	未评级	64.7	n.a.	n.a.	36.0	7.8	6.7	12.6	10.8	0.7	1.6	6.9	23.6	9.0	16.6	15.0
Baidu	百度	BIDU US	美元	未评级	117.1	n.a.	n.a.	41.1	7.6	7.0	15.9	14.9	1.2	2.2	10.3	6.1	5.7	12.0	11.8
China Literature	阅文	772 HK	港元	未评级	36.8	n.a.	n.a.	4.8	20.1	19.3	25.5	22.7	1.9	4.3	18.3	6.9	6.8	12.2	8.3
Meitu	美图	1357 HK	港元	未评级	8.2	n.a.	n.a.	4.8	34.2	24.5	36.5	27.3	0.9	6.9	18.1	17.1	23.0	31.7	36.1
China average									15.1	11.3	17.2	14.6	1.1	3.0	12.2	14.3	9.6	19.4	21.8
Amazon	亚马逊	AMZN US	美元	增持	222.6	301.0	35.3	2,379.1	14.7	12.0	25.4	22.4	1.3	3.0	17.4	19.7	11.1	29.6	33.0
Alphabet	谷歌	GOOGL US	美元	增持	284.3	360.0	26.6	3,434.4	19.8	16.5	25.8	24.4	2.7	8.8	22.3	30.5	11.1	20.2	17.8
Meta	Meta	META US	美元	增持	597.7	870.0	45.6	1,506.8	14.9	12.4	21.4	18.3	1.1	6.4	13.4	28.8	16.9	4.0	14.2
Netflix	奈飞	NFLX US	美元	增持	114.1	142.3	24.7	483.4	35.6	28.6	43.7	36.8	1.7	9.5	49.9	45.0	12.3	23.4	22.0
Uber	优步	UBER US	美元	增持	90.9	121.0	33.2	188.8	22.2	17.6	16.4	23.7	n.a.	3.1	19.3	23.7	15.4	n.a.	n.a.
Spotify	Spotify	SPOT US	美元	增持	636.5	776.0	21.9	132.7	48.3	35.6	n.a.	44.8	1.0	5.8	40.8	28.9	14.0	52.7	54.2
Doordash	Doordash	DASH US	美元	增持	212.1	301.0	41.9	91.4	32.4	24.8	40.2	38.8	2.0	5.1	30.3	17.7	24.0	38.0	n.a.
Lyft	Lyft	LYFT US	美元	增持	21.7	30.0	38.2	8.9	15.7	11.7	18.0	14.8	0.6	1.2	8.3	38.6	13.2	26.2	n.a.
Microsoft	微软	MSFT US	美元	增持	493.8	650.0	31.6	3,670.0	21.6	18.8	35.5	30.9	1.9	n.a.	26.6	29.4	14.5	n.a.	n.a.
Global average									25.0	19.8	28.3	28.3	1.6	5.4	25.4	29.1	14.7	27.7	28.2

注：股价采用 2025 年 11 月 18 日（所有市场）；未评级公司的未来预测是基于彭博市场共识；资料来源：彭博、公司、招商证券（香港）预测

财务预测表

资产负债表					
十亿元人民币	2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	59.8	57.8	95.2	155.4	226.9
限制性现金	62.0	68.4	69.1	69.8	70.5
短期投资	157.4	273.8	328.6	394.3	473.1
预付款及其他流动资产	4.2	4.4	8.7	10.0	11.1
物业及设备净额	1.0	0.9	2.7	4.9	7.5
其他	63.7	99.8	124.0	148.4	177.1
总资产	348.1	505.0	628.3	782.7	966.2
商家应付款	75.0	91.7	108.7	125.2	138.8
应计费用和其他负债	55.4	69.1	69.6	80.1	88.8
保证金	16.9	16.5	16.5	16.5	16.5
借款合计	10.2	10.6	10.9	11.3	11.7
其他	3.4	3.9	5.4	6.3	7.0
总负债	160.8	191.7	211.1	239.3	262.8
权益总额	187.2	313.3	417.2	543.4	703.4

现金流量表

十亿元人民币	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业活动现金流	94.2	121.9	93.2	126.9	151.5
净利润	60.0	112.4	103.1	125.3	159.0
折旧及摊销	1.9	2.6	-0.8	-1.0	-1.2
营运资金变动	26.5	8.0	-9.5	2.2	-6.7
其他	5.8	-1.2	0.3	0.3	0.4
投资活动现金流	-55.4	-118.4	-55.8	-66.9	-80.2
资本支出	-0.6	-1.0	-1.1	-1.2	-1.4
短期投资净额	-16.8	-63.0	-54.8	-65.7	-78.9
其他	-38.0	-54.4	0.0	0.0	0.0
筹资活动现金流	-9.0	0.0	0.8	0.9	0.9
股权发行所得款项	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
借款所得款项	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
其他	-9.0	0.0	0.8	0.9	0.9
净现金流	29.5	4.4	38.1	60.8	72.2

资料来源：公司数据，彭博，招商证券（香港）预测；注：股价采用 2025 年 11 月 18 日收盘价

利润表					
十亿元人民币	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	247.6	393.8	434.8	500.8	555.3
营收成本	-91.7	-153.9	-192.0	-226.1	-250.7
毛利润	155.9	239.9	242.8	274.7	304.6
销售及营销费用	-82.2	-111.3	-122.7	-125.0	-118.4
一般及行政费用	-4.1	-7.6	-6.8	-7.4	-8.7
产品开发	-11.0	-12.7	-15.4	-16.2	-13.6
营业费用	-97.2	-131.5	-144.9	-148.6	-140.7
营业利润	58.7	108.4	97.9	126.1	163.9
非 GAAP 营业利润	65.8	118.3	106.2	134.2	172.1
利息支出	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
利息及投资收入	10.2	20.6	22.3	25.0	27.7
其他收入	3.0	3.7	2.0	0.0	0.0
税前利润	71.9	132.7	122.2	151.0	191.6
所得税	-11.8	-20.3	-19.1	-25.7	-32.6
净利润	60.0	112.4	103.1	125.3	159.0
归属于股东的非 GAAP 净利润	67.9	122.3	111.4	133.5	167.2

财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
年成长率					
收入合计	90%	59%	10%	15%	11%
非 GAAP 营业利润	227%	73%	79%	13%	25%
归属于股东的非 GAAP 净利润	72%	80%	-9%	20%	25%
盈利能力					
毛利率	63.0%	61.0%	55.9%	54.9%	54.9%
非 GAAP 营业利润率	26.6%	30.0%	24.4%	26.8%	31.0%
归属于股东的非 GAAP 净利润率	27.4%	31.1%	25.6%	26.7%	30.1%
ROE	44.5%	48.9%	30.5%	27.8%	26.8%
ROA	20.5%	26.4%	18.2%	17.8%	18.2%
每股比率 (人民币)					
非 GAAP 基本每股盈利	50.2	90.4	82.3	98.6	123.5
非 GAAP 摊薄每股盈利	47.5	82.7	75.0	89.7	112.3
非 GAAP 摊薄每股盈利(美元)	6.6	11.5	10.4	12.4	15.6
估值比率					
市盈率(x)	18.0	10.0	11.0	9.2	7.3
市净率(x)	9.3	5.8	4.4	3.3	2.6
市销率(x)	7.1	4.6	4.2	3.6	3.3

投资评级定义

行业投资评级	定义
推荐	预期行业整体表现在未来 12 个月优于市场
中性	预期行业整体表现在未来 12 个月与市场一致
回避	预期行业整体表现在未来 12 个月逊于市场

公司投资评级	定义
增持	预期股价在未来 12 个月上升 10% 以上
中性	预期股价在未来 12 个月上升或下跌 10% 或以内
减持	预期股价在未来 12 个月下跌 10% 以上

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明:(i)本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对所评论的证券和发行人的看法;(ii)该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相关系。

监管披露

有关重要披露事项, 请参阅本公司网站之「披露」网页 <http://www.cmschina.com.hk/Research/Disclosure>。

免责声明

本报告由招商证券(香港)有限公司提供。本报告的信息来源于被认为可靠的公开资料, 但招商证券(香港)有限公司、其母公司及关联机构、任何董事、管理层、及员工(统称“招商证券”)对这些信息的准确性、有效性和完整性均不作任何陈述及保证。招商证券对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失, 概不负责。

本报告中的内容和意见仅供参考, 其并不构成对所述证券或相关金融工具的建议、出价、询价、邀请、广告及推荐等。本报告中讨论的证券, 工具或策略, 可能并不适合所有投资者, 某些投资者可能没有资格参与其中的一些或全部。某些服务和产品受法律限制, 不能在全球范围内不受限制地提供, 和/或可能不适合向所有投资者出售。招商证券并非于美国登记的经纪自营商, 除美国证券交易委员会的规则第 15(a)-6 条款所容许外, 招商证券的产品及服务并不向美国人提供。

招商证券可随时更改报告中的内容、意见和估计等, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。过往表现并不代表未来表现。未来表现的估计, 可能基于无法实现的假设。本报告包含的分析, 基于许多假设。不同的假设可能导致重大不同的结果。由于使用不同的假设和/或标准, 此处表达的观点可能与招商证券其他业务部门或其他成员表达的观点不同或相反。

编写本报告时, 并未考虑投资者的财务状况和投资目标。投资者自行决定使用其中的任何信息, 并承担风险。投资者须按照自己的判断, 决定是否使用本报告所载的内容和信息, 并自行承担相关的风险。且投资者应自行索取独立财务及/或税务专业意见, 并按其本身的投资目标及财务状况自行评估个别投资风险, 而非本报告作出自己的投资决策。

招商证券可能会持有报告中所提到公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权归招商证券所有, 未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和刊登。对于因使用或分发本文档而引起的任何第三方索赔或诉讼, 招商证券不承担任何责任。

本报告仅在适用法律允许的情况下分发。如果在任何司法管辖区、任何法律或法规禁止或限制下，您仍收到本报告，则不旨在分发给您。尤其是，本报告仅提供给根据美国证券法允许招商证券接触的某些美国人，而不能以其他方式直接或间接地将其分发或传播入美国境内或给美国人。

在香港，本报告由招商证券（香港）有限公司分发。招商证券（香港）有限公司现持有香港证券及期货事务监察委员会（SFC）所发的营业牌照，并由 SFC 按照《证券及期货条例》进行监管。目前的经营经营范围包括第 1 类（证券交易）、第 2 类（期货合约交易）、第 4 类（就证券提供意见）、第 6 类（就机构融资提供意见）和第 9 类（提供资产管理）。

在韩国，专业客户可以通过 China Merchants Securities (Korea) Co., Limited 要求获得本报告。

如本免责条款的中、英文两个版本有任何抵触或不相符之处，须以英文版本为准。

© 招商证券（香港）有限公司 版权所有

香港

招商证券（香港）有限公司
香港中环交易广场一期 48 楼
电话：+852 3189 6888
传真：+852 3101 0828