

外部负向影响减弱，基本面边际向好

——拼多多 25Q3 季报点评

核心观点

- 核心观点：**本季度公司广告收入因外卖分流叠加惠商政策加码影响，导致 take rate 下降增速略低于预期，但随着友商外卖竞争趋缓及国补影响消退预计 Q4 将迎来改善。Temu 及团购业务延续 Q2 向好趋势，收入进入健康增长趋势，减亏节奏有望加快。三大主业均处于改善趋势中，我们对应调整 2025-2027 年收入及利润预测并上调目标价至 179.21 美元，维持“买入”评级。
- 主站广告收入略降速，改善趋势不变。**25Q3 公司实现广告收入 533.5 亿，yoy+8.1%不及预期（BB+12.4%）。我们认为 Q3 主要系友商 Q3 加码即时零售补贴力度，对多多主站产生一定分流，叠加公司千亿扶持等惠商政策的流量补贴力度加大导致公司 take rate 有所下滑，尽管主站 GMV 仍维持稳健增长趋势但仍对广告收入产生明显拖累。展望 Q4 及明年，一方面即时零售竞争烈度下降，另一方面国补影响持续减弱，主站流量及补贴将有所改善，整体延续改善趋势，看好 Q4 公司主站 take rate 的修复及广告增速的回暖。
- Temu&多多买菜重回良好增长轨道，预计将加快减亏趋势。**25Q3 公司实现佣金收入 549.3 亿，yoy+9.9%略超预期（BB+7.1%）。我们认为主要因为 Temu 在海外非美区域扩张加速及关税战影响逐渐消退，Q3 以来 Temu 流量及 GMV 均恢复健康增长且有望延续此趋势，此外预计多多买菜在 Q2 美团优选收缩业务后也有一定环比提速。25Q3 公司实现经调整净利润 313.8 亿，净利率 29.0%大幅好于预期（BB23.3%），主要系 1）实现利息及投资收益 85.7 亿元（去年同期 54.2 亿），2）销售费用投入改善，25Q3 公司整体销售费用为 303.2 亿，少于一致预期 26.2 亿，扣除投资收益影响后的营业利润为 250.3 亿元，yoy+3.0%亦好于预期（BB-6.6%），预计主要来自 Temu 经营环境边际改善及多多买菜竞争格局优化后的买量投入缩减。看好这一趋势在未来几个季度内的延续，二者均有望加快减亏节奏。

盈利预测与投资建议

- 我们预计公司 2025-2027 年实现收入 4349/5045/5536 亿元（原 2025-2027 年预测为 4477/4980/5401 亿元），预计实现 Non-GAAP 归母净利润 1168/1436/1688 亿元（原 2025-2027 年预测为 1220/1469/1612 亿元）。采用 SOTP 估值计算公司合理估值为 2544 亿 USD（18031 亿 CNY），给予拼多多目标价 179.21 美元/ADS，维持“买入”评级。

风险提示：行业竞争加剧、海外业务政策风险、宏观经济不景气。

公司主要财务信息

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	247,639	393,836	434,885	504,513	553,555
同比增长(%)	90%	59%	10%	16%	10%
营业利润(百万元)	58,699	108,423	99,900	129,569	150,104
同比增长(%)	93%	85%	-8%	30%	16%
归属母公司净利润(百万元)	60,027	112,435	108,121	133,675	156,127
同比增长(%)	90%	87%	-4%	24%	17%
每 ADS 收益（元）	42.28	79.20	76.16	94.16	109.98
毛利率(%)	63.0%	60.9%	57.5%	59.3%	61.9%
净利率(%)	24.2%	28.5%	24.9%	26.5%	28.2%
净资产收益率(%)	39.4%	44.9%	29.1%	26.6%	23.7%
市盈率（倍）	19.8	10.6	11.0	8.9	7.6
市销率（倍）	4.8	3.0	2.7	2.4	2.1

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。开阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

投资评级

买入（维持）

股价（2025 年 11 月 19 日）	118.02 美元
目标价格	179.21 美元
52 周最高价/最低价	139.41/87.11 美元
总股本/流通股（亿股）	14.20/13.56
美股市值（亿美元）	1,675.47
国家/地区	中国
行业	传媒
报告发布日期	2025 年 11 月 21 日

股价表现

	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现%	-13.25	-8.14	-0.88	0.29
相对表现%	-9.65	-7.63	-6.74	-18.55
纳斯达克	-3.6	-0.51	5.86	18.84



证券分析师

项雯倩	执业证书编号：S0860517020003 香港证监会牌照：BQP120 xiangwenqian@orientsec.com.cn 021-63326320
李雨琪	执业证书编号：S0860520050001 香港证监会牌照：BQP135 liyuqi@orientsec.com.cn 021-63326320
金沐阳	执业证书编号：S0860525030001 021-63326320

联系人

沈熠	执业证书编号：S0860124120005 shenyi1@orientsec.com.cn 021-63326320
----	---

相关报告

Q2 业绩明显改善，看好下半年盈利能力提升：——拼多多 25Q2 季报点评	2025-08-29
Q1 业绩不及预期，短期调整不改长期竞争力：——拼多多 25Q1 季报点评	2025-06-02
广告收入增速有所放缓，后续注重商家生态：——拼多多 2Q24 点评	2024-08-29

表 1：公司盈利预测表

单位：百万/%	24A	1Q25A	2Q25A	3Q25A	4Q25E	25E	26E
营业收入	393,836	95,672	103,985	108,277	126,951	434,885	504,513
yoy	59.0%	10.2%	7.1%	9.0%	14.8%	10.4%	16.0%
营业成本	-153,900	-40,947	-45,859	-46,840	-50,980	-184,626	-205,131
毛利润	239,936	54,725	58,126	61,436	75,972	250,259	299,382
毛利率	60.9%	57.2%	55.9%	56.7%	59.8%	57.5%	59.3%
销售费用	-111,301	-33,403	-27,210	-30,323	-36,208	-127,143	-142,833
研发费用	-12,659	-3,578	-3,591	-4,332	-4,637	-16,139	-18,788
行政费用	-7,553	-1,659	-1,532	-1,755	-2,131	-7,077	-8,192
营业利润	108,423	16,086	25,793	25,026	32,996	99,900	129,569
营业利润率	27.5%	16.8%	24.8%	23.1%	26.0%	23.0%	25.7%
归母净利润	112,435	14,742	30,753	29,328	33,298	108,121	133,675
利润率	28.5%	15.4%	29.6%	27.1%	26.2%	24.9%	26.5%
Non-GAAP 净利润	122,344	16,916	32,708	31,382	35,829	116,835	143,623
利润率%	31.1%	17.7%	31.5%	29.0%	28.2%	26.9%	28.5%

数据来源：公司公告，东方证券研究所

盈利预测：我们预计公司 2025-2027 年实现收入 4349/5045/5536 亿元（原 2025-2027 年预测为 4477/4980/5401 亿元，因 Q3 广告收入降速下调收入，预计长期广告收入提速上调收入），预计实现 Non-GAAP 归母净利润 1168/1436/1688 亿元（原 2025-2027 年预测为 1220/1469/1612 亿元，因预计公司短期主站收入下滑，长期 Temu 和多多买菜增长及减亏趋势向好上调利润）。我们采用 SOTP 估值（拼多多电商主站+多多买菜+海外），其中：

— **拼多多主站：**盈利较为稳定故采用 PE 估值法，我们预测 2026 年拼多多主站预计实现 Non-GAAP 净利润 1337 亿元，2026 年行业 PE 均值为 9，主站给予估值 11636 亿元（1642 亿美元，美元/人民币汇率 7.09）。

— **多多买菜：**目前社区团购业务已经进入稳定期，生意模式接近正常的 3P 电商和本地生活公司。因此选择当前国内电商和本地生活代表公司阿里、京东与美团作为可比公司计算 P/GMV 值作为参考，给予多多买菜 0.2x P/GMV 估值，我们预测多多买菜 2026 年的 GMV 为 2227 亿元，对应给予估值 425 亿元（60 亿美元）。

— **TEMU：**海外电商 Temu 仍处于业务扩张期，并未实现盈利，故采用 PS 估值法。参考可比公司，给予 2026 年收入 1.5xPS 估值，对应市值 5970 亿元（842 亿美元）。

综上，我们认为拼多多合理估值为 2544 亿 USD（18031 亿 CNY），对应目标价 179.21 美元/ADS（即 1270.08 人民币/ADS），维持“买入”评级。

表 2：拼多多 SOTP 估值（单位：bn, CNY, 除标注外）

	估值方式	估值数字 2026E	26 年估值倍数	估值(CNY)	估值(USD)
拼多多主站	P/E	133.7	9	1,163.6	164.2
多多买菜	P/GMV	222.7	0.2	42.5	6.0
TEMU (USD)	P/S	58.0	1.5	597.0	84.2
合计				1,803.1	254.4

数据来源：东方证券研究所，美元兑人民币汇率 1 : 7.09，截至 2025/11/20

表 3：拼多多主站可比公司估值（单位：CNY, 除标注外）

	Non-GAAP 净利润 (bn)					市值 (bn)	PE				
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E		2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
阿里巴巴	158.4	157.9	114.3	157.5	190.5	2,717	17.2	17.2	23.8	17.3	14.3
京东	35.2	47.8	28.6	37.8	49.7	329	9.4	6.9	11.5	8.7	6.6
唯品会	9.5	9.0	8.9	9.2	9.5	68	7.1	7.5	7.6	7.4	7.2
均值							9	8	11	9	7

数据来源：公司公告，Bloomberg，东方证券研究所 注：截至 2025/11/20

表 4：多多买菜可比估值

社区团购 可比公司	市值	GMV/GTV	P/GMV
	(BN CNY)	(BN CNY)	
阿里巴巴	2717.5	9211.7	0.29
京东	329.3	4633.9	0.07
美团	545	2646.7	0.21
均值			0.2

数据来源：公司公告，Bloomberg，东方证券研究所 注：截至 2025/11/20

表 5：TEMU 可比估值

2025/11/20	最新市值 (亿)	营业总收入 (百万)					PS				
公司		2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
阿里巴巴 (CNY)	27174.6	941168	996347	1060168	1150047	1235233	2.89	2.73	2.56	2.36	2.20
华凯易佰 (CNY)	46.0	6518	9022	10621	12174	13782	0.71	0.51	0.43	0.38	0.33
小商品城 (CNY)	874.6	11300	15737	20461	26032	31333	7.74	5.56	4.27	3.36	2.79
赛维时代 (CNY)	93.2	6564	10275	12674	15403	18448	1.42	0.91	0.74	0.60	0.50
安克创新 (CNY)	556.5	14251	17507	32097	40076	48648	3.91	3.18	1.73	1.39	1.14
调整后平均									1.7	1.5	1.3

数据来源：公司公告，Bloomberg，wind，东方证券研究所 注：截至 2025/11/20

风险提示

- **行业竞争加剧**

行业内抖音、快手发展较快，对于用户的争夺或导致竞争加剧，或对公司的盈利造成影响。

- **海外业务政策风险**

公司海外电商 Temu 业务容易受到所在国进出口政策影响，导致业务发展受阻从而影响公司整体业绩。

- **宏观经济不景气**

电商销售额与居民消费能力关系密切，若宏观经济景气度不及预期，则居民消费的下滑会导致公司盈利不及预期。

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位：百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	单位：百万	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	59,794	57,768	105,337	194,846	280,274	营业收入	247,639	393,836	434,885	504,513	553,555
限制现金	61,985	68,426	79,149	90,644	99,691	营业成本	91,724	153,900	184,626	205,131	210,940
支付平台应收账款	3,914	3,679	4,256	4,874	5,360	销售费用	82,189	111,301	127,143	142,833	162,072
短期投资	157,415	273,792	365,063	430,987	523,198	管理费用	4,076	7,553	7,077	8,192	9,408
其他	11,641	11,983	13,797	15,691	17,454	研发费用	10,952	12,659	16,139	18,788	21,031
流动资产合计	294,750	415,648	567,602	737,041	925,977	资产减值损失	0	0	0	0	0
固定资产	980	879	968	942	930	营业利润	58,699	108,423	99,900	129,569	150,104
无形资产	4,126	5,084	5,724	6,225	6,725	Non-GAAP 营业利润	65,778	118,306	108,614	139,518	162,768
其他	48,222	83,423	83,605	83,895	84,859	利润总额	71,881	132,684	127,678	158,721	185,380
非流动资产合计	53,328	89,386	90,298	91,063	92,514	所得税	11,850	20,267	19,612	25,395	29,661
资产总计	348,078	505,034	657,899	828,104	1,018,491	净利润	60,027	112,435	108,121	133,675	156,127
关联方应付款	1,239	802	1,239	1,093	1,045	归属母公司净利润	60,027	112,435	108,121	133,675	156,127
客户垫款	2,145	2,947	3,341	3,882	4,319	Non-GAAP 归母净利润	67,899	122,344	116,835	143,623	168,791
应付商家款项	74,997	91,656	110,411	125,839	136,737	每 ADS 收益 (元)	42.3	79.2	76.2	94.2	110.0
应计费用与其他负债	55,351	69,142	81,151	90,831	97,737						
商家保证金	16,879	16,461	19,040	21,805	23,982						
短期借款及其他	2,290	7,416	8,064	5,923	7,134						
流动负债合计	152,901	188,423	223,246	249,373	270,953						
可转债	5,232	0	2,269	2,269	1,970						
租赁负债	2,644	3,192	2,236	2,690	2,706						
其他非流动负债	60	107	0	0	0						
非流动负债合计	7,936	3,298	4,505	4,959	4,676						
负债合计	160,837	191,721	227,751	254,332	275,629						
股本	0	0	0	0	0						
资本公积	107,293	117,829	126,543	136,492	149,455						
累积其他综合收益	4,830	8,062	8,062	8,062	8,062						
累积亏损	75,119	187,421	295,543	429,218	585,345						
股东权益合计	187,242	313,313	430,148	573,772	742,862						
负债和股东权益	348,078	505,034	657,899	828,104	1,018,491						
现金流量表						主要财务比率					
单位：百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E		2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	60,027	112,435	108,121	133,675	156,127	成长能力					
折旧摊销	786	709	890	870	860	营业收入	89.7%	59.0%	10.4%	16.0%	9.7%
营运资金变动	26,456	6,663	11,316	18,618	7,567	调整后营业利润	72.6%	79.9%	-8.2%	28.5%	16.7%
其他	6,893	2,123	9,134	10,335	13,051	调整后归属净利润	71.8%	80.2%	-4.5%	22.9%	17.5%
经营活动现金流	94,163	121,929	129,461	163,498	177,606	获利能力					
资本支出	-583	-967	-1,119	-846	-848	毛利率	63.0%	60.9%	57.5%	59.3%	61.9%
长期投资	-25,051	-41,847	-2,623	-2,814	-3,004	净利率	24.2%	28.5%	24.9%	26.5%	28.2%
其他	-29,797	-75,542	-71,002	-58,835	-79,280	ROE	39.4%	44.9%	29.1%	26.6%	23.7%
投资活动现金流	-55,431	-118,356	-74,744	-62,495	-83,132	ROIC	32.1%	35.9%	25.1%	23.3%	21.0%
债券融资	0	0	1,305	-2,424	1,181	偿债能力					
股权融资	0	0	2,269	-0	-299	资产负债率	46.2%	38.0%	34.6%	30.7%	27.1%
其他	-8,961	1	0	2,424	-882	净负债率	-	-	-	-	-
筹资活动现金流	-8,961	1	3,574	0	0	流动比率	192.8%	220.6%	254.2%	295.6%	341.7%
汇率变动影响	-291	840	0	1	1	速动比率	185.2%	214.2%	248.1%	289.3%	335.3%
现金净增加额	29,479	4,415	58,291	101,004	94,475	运营能力					
						应收账款周转率	3.3	3.5	3.3	3.3	3.3
						存货周转率	-	-	-	-	-
						总资产周转率	0.8	0.9	0.7	0.7	0.6
						每股指标 (元)					
						每 ADS 收益	42.3	79.2	76.2	94.2	110.0
						每 ADS 经营现金流	66.3	85.9	91.2	115.2	125.1
						每 ADS 净资产	131.9	220.7	303.0	404.2	523.3
						估值比率					
						市盈率	19.8	10.6	11.0	8.9	7.6
						市销率	4.8	3.0	2.7	2.4	2.1
						EV/EBITDA	20.0	10.9	11.8	9.1	7.9
						EV/EBIT	20.2	11.0	11.9	9.2	7.9

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内行业或公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准（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）；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级——由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级——根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。