

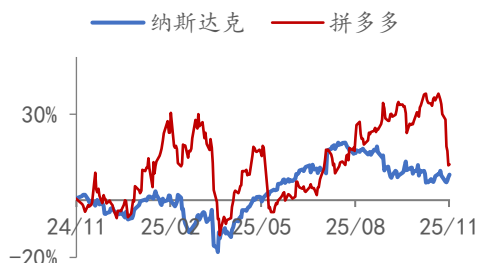
25Q3 业绩：利润超预期，国际业务回暖

投资评级：增持（维持）

报告日期：2025-11-27

收盘价（美元）	115.80
近 12 个月最高/最低（美元）	157.6/88.4
总股本（百万股）	5,679
流通股本（百万股）	5,679
流通股比例（%）	100
总市值（亿美元）	1,644
流通市值（亿美元）	1,644

公司价格与纳斯达克指数走势比较



分析师：金荣

执业证书号：S0010521080002

邮箱：jinrong@hazq.com

分析师：赵亮

执业证书号：S0010525070001

邮箱：zhaoliang@hazq.com

相关报告

1.25Q2 点评：收入增速放缓，利润端保持稳健 2025-09-01

2.25Q1 点评：交易业务低于预期，关注后续关税政策变化 2025-06-03

3.24Q4 点评：利润超预期，持续提升优质供给化 2025-03-27

主要观点：

● 25Q3 业绩：利润超预期，费用有所改善

1) 整体表现：25Q3，拼多多收入为 1083 亿元(yoy+9%)，基本 inline；公司销售费用率、管理费用率和研发费用率分别录得 28.0%/1.6%/4.0%，同比 -2.7pct/-0.2pct/+0.9pct；本季度，拼多多 Non-GAAP 归母净利润达到 314 亿元(yoy+14%)，高于彭博一致性预期 24.9%；

2) 分部业务方面：在线营销业务收入录得 533 亿元（yoy+8%）；交易服务业务收入录得 549 亿元（yoy+10%）。

● 海外业务：Temu 用户亮眼增长，增速回暖

1) 25Q3 拼多多交易服务收入为 549 亿元(yoy+10%)，较上季度环比加速增长，高于彭博一致预期 6.9%，主要源于美国全托管模式的恢复以及全球半托管模式的快速推出；

2) 用户端，今年 1-10 月，Temu 凭借在多市场的强劲增长势头，再度蝉联全球电商应用下载榜与月活跃用户增长榜双料冠军。截至 2025 年 10 月，Temu 全球累计下载量突破 12 亿，2025 年 8 月全球月活跃用户规模达 5.3 亿，创历史新高。非美地区（尤其是拉美和非洲）逐渐成为 Temu 全球增长新引擎，其中拉美地区占 Temu 总下载量仅 3 成，成为占比最高的地区。建议关注后续美国关税政策变化，以及 Temu 半托管模式的推广节奏。

● 国内主站：收入略低预期，仍看好长期发展趋势

本季度在线营销业务收入 533 亿元(yoy+8.1%)，低于彭博一致预期 3.8%，收入增速有所放缓。但长期看，公司“千亿扶持”计划能持续推动平台生态高质量发展，同时随着国补退坡，公司所面临的外部扰动将有所减弱，竞争格局有望迎来改善。建议持续关注国补政策变化以及公司补贴节奏。

● 投资建议

我们预计 2025/2026/2027 年公司收入 4292/4980/5693 亿元（前值 4348/4803/5354），实现同比+9.0%/+16.0%/+14.3%；预计实现经调整净利润 1046/1226/1527 亿元（前值 958/1161/1408），实现同比 -14.5%/+17.2%/+24.5%，维持“增持”评级。

● 风险提示

宏观经济风险；海外业务拓展不及预期；竞争加剧；Temu 受到海外本土保护或监管风险。

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	393,836	429,172	497,953	569,270
收入同比 (%)	59.0%	9.0%	16.0%	14.3%
经调整净利润	122,344	104,616	122,642	152,719
经调整净利润同比 (%)	80.2%	-14.5%	17.2%	24.5%
EPS (元)	19.80	16.89	19.48	24.78
P/E	10	12	10	8

资料来源: wind, 华安证券研究所

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E	会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	126,194	238,094	374,674	541,804	营业收入	393,836	429,172	497,953	569,270
应收款项合计	11,248	12,258	14,222	16,259	增长率	59.04%	8.97%	16.03%	14.32%
短期投资	273,792	273,792	273,792	273,792	营业成本	153,900	189,416	218,438	240,935
其他流动资产	4,413	4,809	5,580	6,379	%销售收入	39.08%	44.14%	43.87%	42.32%
流动资产	415,648	528,953	668,268	838,235	毛利	239,936	239,756	279,514	328,335
固定资产净值	879	879	879	879	营销费用	111,301	128,943	149,759	165,537
商誉及无形资产	19	19	19	19	%销售收入	28.26%	30.04%	30.08%	29.08%
使用权资产	5,064	5,064	5,064	5,064	行政管理费用	7,553	7,007	8,465	8,539
其他非流动资产	83,423	83,407	83,407	83,407	%销售收入	1.92%	1.63%	1.70%	1.50%
非流动资产	89,386	89,370	89,370	89,370	研发费用	12,659	15,745	17,428	21,632
资产总计	505,034	618,323	757,638	927,605	%销售收入	3.21%	3.67%	3.50%	3.80%
短期借款	5,310	5,310	5,310	5,310	权益性投资损益	20,553	22,848	24,000	28,000
应付款项合计	92,458	100,866	117,025	133,739	%除税前利润	15.49%	20.20%	18.34%	17.11%
其他流动负债	90,655	90,920	91,435	91,968	除税前利润	132,684	113,135	130,862	163,626
流动负债	188,423	197,096	213,769	231,017	%销售收入	33.69%	26.36%	26.28%	28.74%
租赁负债	3,192	3,192	3,192	3,192	所得税	20,267	17,161	20,284	22,908
其他	107	107	107	107	%除税前利润	15.27%	15.17%	15.50%	14.00%
非流动负债	3,298	3,298	3,298	3,298	净利润	112,435	95,933	110,642	140,719
总负债	191,721	200,394	217,067	234,315	%销售收入	28.55%	22.35%	22.22%	24.72%
普通股股东权益	313,313	417,929	540,571	693,289	归属普通股股东	112,435	95,933	110,642	140,719
股东权益	313,313	417,929	540,571	693,289	%销售收入	28.55%	22.35%	22.22%	24.72%
负债股东权益合计	505,034	618,323	757,638	927,605	经调整净利润	122,344	104,616	122,642	152,719
					%销售收入	31.06%	24.38%	24.63%	26.83%

现金流量表					主要财务比率				
单位:百万元					会计年度				
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E	会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	112,435	95,933	110,642	140,719	回报率				
经营活动资金变动	9,495	16,214	26,450	26,943	净资产收益率	35.89%	22.95%	19.97%	20.30%
经营活动现金净流量	121,929	112,147	137,092	167,662	总资产收益率	22.26%	15.52%	14.60%	15.17%
投资活动资金变动	-118,356	-1,502	-1,743	-1,992	增长率				
投资活动现金净流量	-118,356	-1,502	-1,743	-1,992	营业总收入增长率	59.04%	8.97%	16.03%	14.32%
筹资活动现金净流量	1	0	0	0	EBIT 增长率	84.71%	-18.78%	17.94%	27.70%
现金净流量	4,415	110,645	135,349	165,669	归母净利润增长率	87.31%	-14.68%	15.33%	27.18%
汇率变动影响	840	0	0	0	总资产增长率	45.09%	22.43%	22.53%	22.43%
期初现金	121,780	126,194	236,839	372,188	资产管理能力				
期末现金	126,194	236,839	372,188	537,857	应收款项周转率	34.87	36.87	38.87	40.87
					应付款项周转率	1.82	1.80	1.80	1.80
					总资产周转率	0.92	0.76	0.72	0.68
					偿债能力				
					资产负债率	37.96%	32.41%	28.65%	25.26%
					流动比率	2.21	2.68	3.13	3.63
					速动比率	2.18	2.66	3.10	3.60

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

分析师与研究助理简介

分析师: 金荣, 香港中文大学经济学硕士, 天津大学数学与应用数学学士, 曾就职于申万宏源证券研究所及头部互联网公司, 金融及产业复合背景, 善于结合产业及投资视角进行卖方研究。2015 年水晶球第三名及 2017 年新财富第四名核心成员。执业证书编号: S0010521080002

分析师: 赵亮, 悉尼大学金融学硕士, 主要覆盖美股互联网、港股互联网、港股新消费等细分领域, 2023 年加入华安证券研究所。执业证书编号: S0010525070001

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法, 使用合法合规的信息, 独立、客观地出具本报告, 本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息, 本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿, 分析结论不受任何第三方的授意或影响, 特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准, 已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国(不包括香港、澳门、台湾)提供。本报告中的信息均来源于合规渠道, 华安证券研究所力求准确、可靠, 但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下, 本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下, 本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利, 不与投资者分享投资收益, 也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。投资者务必注意, 其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中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投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送, 未经华安证券研究所书面授权, 本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品, 或再次分发给任何其他人, 或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容, 务必联络华安证券研究所并获得许可, 并需注明出处为华安证券研究所, 且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权, 私自转载或者转发本报告, 所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内, 证券(或行业指数)相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准, A 股以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指(针对协议转让标的)或三板做市指数(针对做市转让标的)为基准; 香港市场以恒生指数为基准; 美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下:

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上;
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上;

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上;
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%;
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至;
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上;
- 无评级—因无法获取必要的资料, 或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件, 或者其他原因, 致使无法给出明确的投资评级。