

拼多多 (PDD.O)

优于大市

2025Q4 财报点评：成立新拼姆公司布局海外自营，持续投入供应链

核心观点

收入：本季度公司营业收入 1239 亿元，同比增长 12%，其中广告营销收入 600 亿元，yoy +5%；支付通道收入 639 亿元，yoy +19%。分拆看，广告收入为主站广告营销收入，据我们测算，Q4 公司主站 GMV 同比增速为高个位数，广告货币化率连续 2 个季度下降，除电商大盘不景气外，25Q4 开始征收的电商税也有一定影响；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 19%（25Q2 yoy+1%，25Q3 yoy+10%），我们认为支付通道收入增速环比回升主要由于关税对海外电商影响逐步下降。

利润：本季度公司 non-GAAP 净利润 263 亿元，yoy-12%，non-GAAP 净利率 21%，净利率同比下降 6pct，主要由于 Q4 税率提升至 26%，税率同比 yoy+10pct。本季度公司毛利率 55%，同比下降 1pct，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 33%，基本持平，我们预计本季度海外业务亏损 32 亿人民币，2025 年共亏损 133 亿人民币。值得一提的是，公司宣布成立新拼姆，计划 3 年投入 1000 亿布局跨境电商自营品牌，管理层表示公司持续聚焦供应链，计划 3 年再造一个拼多多，仍处于战略投入期，在短期财务表现与平台生态长期价值之间，会坚定选择后者。未来利润率在不同季度间会波动，这将是常态。

投资建议：维持“优于大市”评级。拼多多目前隐含 2026 年经调 PE 8 倍，公司 2025 年经历海外业务关税上调以及国内电商报税等事件，仍保持业绩稳健增长。我们调整 2026-2027 年收入至 4922/5979 亿元，调整幅度为-1%/7%，新增 2028 年收入预测 7199 亿元，主要反映公司持续让利商家投入供应链以及海外逐步开启自营业务等结构性调整。我们调整 2026-2027 年经调净利至 1249/1451 亿元，调整幅度为-3.9%/+1.5%，新增 2028 年利润预测 1743 亿元，主要反映公司新增 3 年 1000 亿的海外投入以及对公司长期聚焦供应链获得回报的信心。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

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	393,836	431,846	492,209	597,880	719,913
(+/-%)	59.0%	9.7%	14.0%	21.5%	20.4%
净利润(百万元)-经调整	122344	107567	124902	145107	174309
(+/-%)	80%	-12.1%	16.1%	16.2%	20.1%
每股收益(元)-经调整	25.68	18.81	22.26	25.86	31.07
EBIT Margin	27.5%	21.9%	22.9%	21.9%	22.9%
净资产收益率 (ROE)	35.9%	23.9%	21.0%	20.2%	19.8%
市盈率 (PE)	7.0	9.6	8.1	7.0	5.8
EV/EBITDA	4.1	5.5	5.2	5.0	4.6
市净率 (PB)	2.75	2.50	1.93	1.54	1.24

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 **证券分析师：王颖婕**
 0755-81982651 0755-81983057
 zhanglunke@guosen.com.cn wangyingjie1@guosen.com.cn
 S0980521120004 S0980525020001

基础数据

投资评级 优于大市(维持)
 合理估值 99.81 美元
 收盘价 141.695/141.695 百万美元
 总市值/流通市值 139.41/87.11 美元
 52 周最高价/最低价 863.66 百万美元
 近 3 个月日均成交额

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

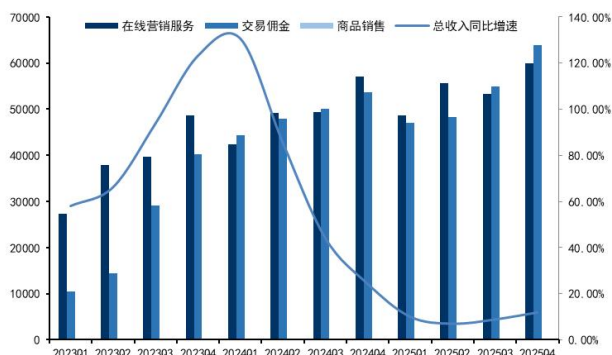
《拼多多 (PDD.O) -2025Q3 财报点评：国补逐步退坡，营业利润企稳》——2025-11-20
 《拼多多 (PDD.O) -2025Q2 财报点评：利润表现亮眼，继续坚持投资电商生态》——2025-08-26
 《拼多多 (PDD.O) -2025Q1 财报点评：投入加大叠加关税影响，Q1 业绩承压》——2025-05-29
 《拼多多 (PDD.O) -2024Q4 财报点评：利润表现好于预期，平台生态建设向收获期迈进》——2025-03-25
 《拼多多 (PDD.O) -短期投入夯实长期竞争力，海内外业务发展进入新阶段》——2025-03-10

整体表现

本季度公司营业收入 1239 亿元，同比增长 12%，其中广告营销收入 600 亿元，yoy +5%；支付通道收入 639 亿元，yoy +19%。分拆看，广告收入为主站广告营销收入，据我们测算，Q4 公司主站 GMV 同比增速为高个位数，广告货币化率连续 2 个季度下降，除电商大盘不景气外，25Q4 开始征收的电商税也有一定影响；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 19%（25Q2 yoy+1%，25Q3 yoy+10%），我们认为支付通道收入增速环比回升主要由于关税对海外电商影响逐步下降。

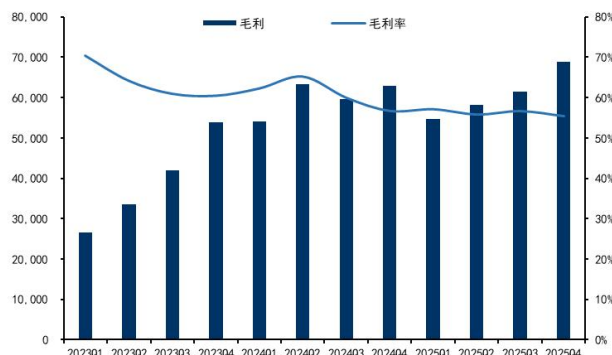
本季度公司 non-GAAP 净利润 263 亿元，yoy-12%，non-GAAP 净利率 21%，净利率同比下降 6pct，主要由于 Q4 税率提升至 26%，税率同比 yoy+10pct。本季度公司毛利率 55%，同比下降 1pct，主要由于平台运费、带宽、服务成本及支付通道费增长；公司仍保持相对高效的费用投放效率，本季度费用率合计 33%，基本持平，我们预计本季度海外业务亏损 32 亿人民币，2025 年共亏损 133 亿人民币。值得一提的是，公司宣布成立新拼姆，计划 3 年投入 1000 亿布局跨境电商自营品牌，管理层表示公司持续聚焦供应链，计划 3 年再造一个拼多多，仍处于战略投入期，在短期财务表现与平台生态长期价值之间，会坚定选择后者。未来利润率在不同季度间会波动，这将是常态。

图1：拼多多季度分部营业收入及增速（百万元，%）



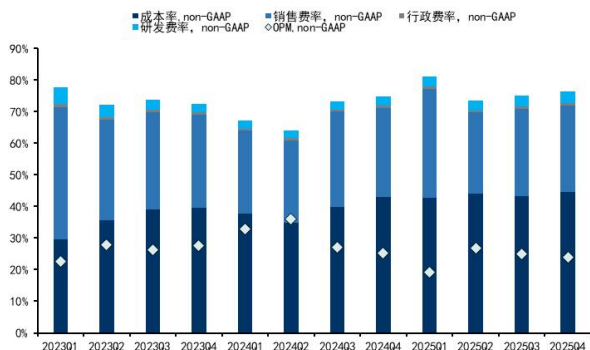
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：拼多多季度毛利及毛利率变化情况（百万元，%）



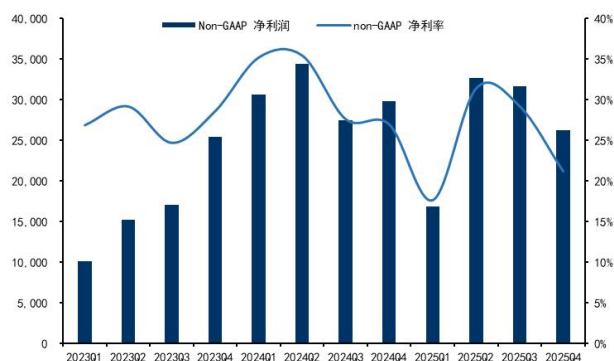
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

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 2026 年经调 PE 8 倍，公司 2025 年经历海外业务关税上调以及国内电商报税等事件，仍保持业绩稳健增长。我们调整 2026-2027 年收入至 4922/5979 亿元，调整幅度为-1%/7%，新增 2028 年收入预测 7199 亿元，主要反映公司持续让利商家投入供应链以及海外逐步开启自营业务等结构性调整。我们调整 2026-2027 年经调净利至 1249/1451 亿元，调整幅度为-3.9%/+1.5%，新增 2028 年利润预测 1743 亿元，主要反映公司新增 3 年 1000 亿的海外投入以及对公司长期聚焦供应链获得回报的信心。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)	2024	2025	2026E	2027E	2028E	利润表(百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
现金及现金等价物	57768	108901	325373	467140	626743	营业收入	393836	431846	492209	597880	719913
应收款项	12006	15314	17455	21202	25530	营业成本	153900	188802	219091	278085	327645
存货净额	0	0	1199	1522	1794						
其他流动资产	72082	81357	92730	112637	135628	销售费用	111301	125288	134906	157889	190116
流动资产合计	415648	518980	795512	1013167	1259780	管理费用	20212	23132	25514	31000	37333
固定资产	879	1306	3769	6225	8665	财务净开支	(20779)	(25656)	(23882)	(31734)	(34907)
无形资产及其他	19	15	62	102	137	投资收益	17	129	129	129	129
投资性房地产	88488	109743	109743	109743	109743	资产减值及公允价值变动	3120	2727	2727	2727	2727
						其他收入	(225)	(72)	(1432)	297	327
资产总计	505034	630044	909087	1129237	1378325	营业利润	132113	123064	138005	165792	202909
短期借款及交易性金融负债	5310	0	1986	2432	1473	营业外净收支	588	(1967)	0	1	0
应付款项	51086	0	0	0	0	利润总额	132701	121097	138005	165793	202909
其他流动负债	132028	212215	379244	466690	554787	所得税费用	20267	21733	27601	33159	40582
流动负债合计	188423	212215	381230	469122	556260						
						归属于母公司净利润	112435	99364	110404	132634	162327
其他长期负债	3298	2922	2546	2169	1793						
长期负债合计	3298	2922	2546	2169	1793	现金流量表(百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
负债合计	191721	215137	383776	471292	558053	净利润	112435	99364	110404	132634	162327
股东权益	313313	414907	525311	657945	820272	折旧摊销	1495	0	267	284	307
负债和股东权益总计	505034	630044	909087	1129237	1378325	公允价值变动损失	(3120)	(2727)	(2727)	(2727)	(2727)
						财务费用	(20779)	(25656)	(23882)	(31734)	(34907)
关键财务与估值指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E	营运资本变动	(11253)	(5113)	151941	63091	60131
每股收益-经调整	25.68	18.81	22.26	25.86	31.07	其它	22372	15414	0	0	0
每股红利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流	121929	106939	259884	193283	220038
每股净资产	65.77	72.55	93.63	117.27	146.21	资本开支	0	(3154)	(50)	(52)	(55)
						其它投资现金流	(116376)	(39616)	(45348)	(51910)	(59420)
ROE	36%	24%	21%	20%	20%	投资活动现金流	(118356)	(43423)	(45398)	(51962)	(59476)
毛利率	61%	56%	55%	53%	54%						
EBIT Margin	28%	22%	23%	22%	23%	其它融资现金流	(7473)	(5228)	1986	446	(959)
EBITDA Margin	28%	22%	23%	22%	23%	融资活动现金流	1	(5227)	1986	446	(959)
收入增长	59%	10%	14%	21%	20%	现金净变动	(2026)	51133	216473	141767	159604
净利润增长率	87%	-12%	11%	20%	22%	货币资金的期初余额	59794	57768	108901	325373	467140
资产负债率	38%	34%	42%	42%	40%	货币资金的期末余额	57768	108901	325373	467140	626743
股息率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	企业自由现金流	82106	69376	242319	168058	192254
P/E-经调整	7.0	9.6	8.1	7.0	5.8	权益自由现金流	86816	85140	264772	193890	219221
P/B	3	2	2	2	1						
EV/EBITDA	4	6	5	5	5						

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