

拼多多 (PDD)

2025Q4 业绩点评: 营收稳健增长, 供应链投入持续加码

买入 (维持)

2026年04月07日

证券分析师 张良卫

执业证书: S0600516070001
021-60199793

zhanglw@dwzq.com.cn

证券分析师 张家琦

执业证书: S0600521070001
zhangjq@dwzq.com.cn

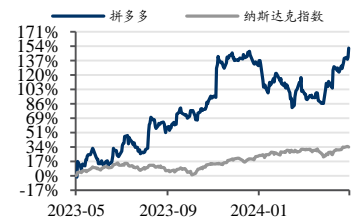
盈利预测与估值	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入 (百万元)	393,836	431,846	480,317	535,442	591,205
同比 (%)	59.04	9.65	21.96	11.48	10.41
Non-GAAP 净利润 (百万元)	122,344	107,301	125,843	151,798	174,405
同比 (%)	80.18	(12.29)	17.28	20.62	14.89
EPS-最新摊薄 (元/股)	86.18	75.58	88.64	106.93	122.85
PE (Non-GAAP)	8.06	9.19	7.83	6.49	5.65

关键词: #业绩超预期

投资要点

- **整体营收超预期, 利润端承压:** 2025Q4 拼多多实现营收 1239.1 亿元 (yoy+12%), 略高于市场一致预期的 1237.2 亿元; Non-GAAP 归母净利润为 263.0 亿元 (yoy-12%), 低于市场预期的 311.6 亿元。经调整归母净利润率为 21.2%, 较 4Q24 的 27.0% 同比下滑 5.8pct。
- **广告收入增速放缓, 佣金收入保持较快增长:** 2025Q4 广告收入 600.1 亿元 (yoy+5%), 低于市场预期的 615.7 亿元; 佣金收入 639.0 亿元 (yoy+19%), 高于市场预期的 610.1 亿元。主站业务经营优势巩固的同时, 公司全球电商业务实现稳健增长, 在大多数国家已达到可观规模。在“千亿扶持”政策下, “多多好特产” “新质供给” “电商西进” 等专项行动持续推进, 大幅提升了供应链效率和农产区产业综合能力。
- **成本费用上升, 毛利率小幅回落:** 2025Q4 公司营业成本为 551.6 亿元 (yoy+15%), 主要来自履约费用、带宽和服务器成本以及支付处理费增加; 毛利率为 55.5%, 同环比均下降 1.3pct; 销售费用率为 27.7% (yoy-0.6pct), 管理费用率为 (yoy-0.5pct), 研发费用率为 4.0% (yoy+0.6pct)。
- **重仓供应链, 聚焦高质量发展:** 公司表示将投入更多的人力和资源继续重仓供应链, 推动供应链升级再造, 力争在下一个三年再造一个拼多多。公司还正式宣布组建“新拼姆”, 整合“拼多多+Temu”的供应链资源, 面向全球市场开启品牌自营。“新拼姆”已在上海成立新专项公司, 一期已注资 150 亿元, 未来三年计划总计投入 1000 亿元。
- **盈利预测与投资评级:** 考虑公司仍处于战略投资阶段, 短期利润受供应链和生态建设投入拖累, 将原 2026-2027 年的 Non-GAAP 归母净利润预测由 126,456/152,411 百万元调整为 125,843/151,798 百万元, 预计 2028 年 Non-GAAP 归母净利润为 174,405 百万元, 对应 2026-2028 年 Non-GAAP PE 为 7.8/6.5/5.7 倍 (美元/人民币=6.88, 2026/4/7 当日汇率, 每 ADR=4 股股票)。我们看好公司海外业务的持续拓展以及在供应链升级和生态建设上长期投入所带来的竞争壁垒强化, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 竞争加剧, 宏观经济波动, 关税政策的不确定性。

股价走势



市场数据

收盘价(美元)	100.91
一年最低/最高价	87.11/139.41
市净率(倍)	1.88
流通市值(百万美元)	143347
总市值(百万美元)	143347

基础数据

每股净资产(美元, Lf)	53.59
资产负债率(% Lf)	34.50
总股本(百万股)	5678.59
流通股(百万股)	5678.59

相关研究

- 《拼多多(PDD): 2025Q3 业绩点评: 业绩超预期, 跨境业务恢复》
2025-11-22
- 《拼多多(PDD): 2025Q2 业绩点评: 利润高于预期, 持续高质量发展》
2025-09-02

内容目录

1. 整体营收超预期，利润端承压	4
1.1. 广告收入增速放缓，佣金收入保持较快增长.....	4
2. 成本费用上升，毛利率小幅回落	5
3. 盈利预测与投资评级	6
4. 风险提示	6

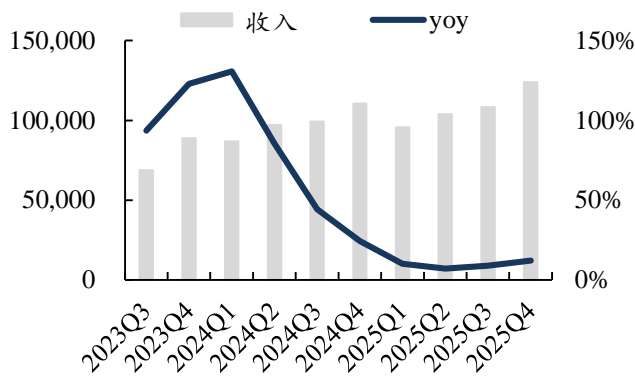
图表目录

图 1: 公司营收及增速 (百万元)	4
图 2: 公司 Non-GAAP 归母净利润及净利润率 (百万元)	4
图 3: 公司营收结构 (百万元)	4
图 4: 毛利率情况.....	5
图 5: 公司费用率情况.....	5

1. 整体营收超预期，利润端承压

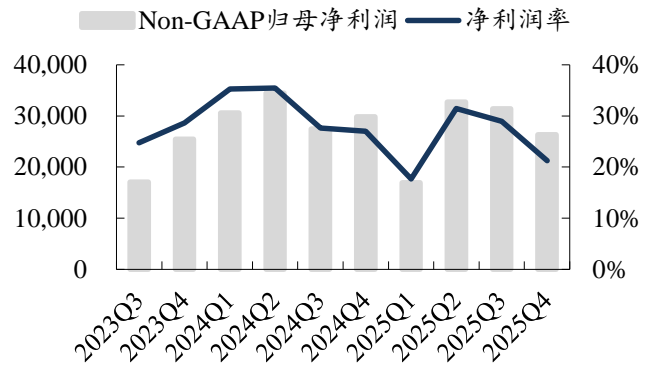
2025Q4 拼多多实现营收 1239.1 亿元 (yoy+12%)，略高于市场一致预期的 1237.2 亿元；Non-GAAP 归母净利润为 263.0 亿元 (yoy-12%)，低于市场预期的 311.6 亿元。经调整归母净利润率为 21.2%，较 4Q24 的 27.0% 同比下滑 5.8pct。

图1：公司营收及增速（百万元）



数据来源：公司财报，东吴证券研究所

图2：公司 Non-GAAP 归母净利润及净利润率（百万元）

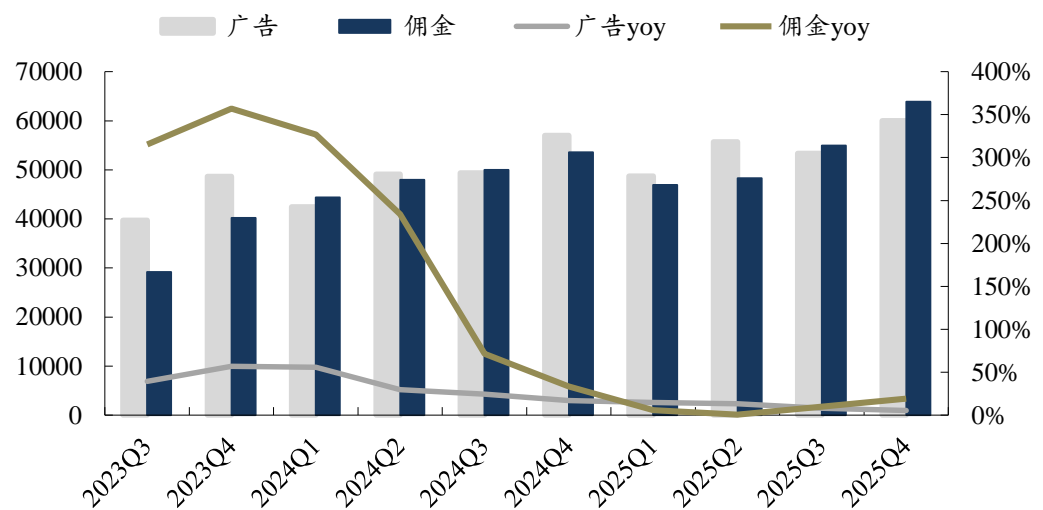


数据来源：公司财报，东吴证券研究所

1.1. 广告收入增速放缓，佣金收入保持较快增长

2025Q4 广告收入 600.1 亿元 (yoy+5%)，低于市场预期的 615.7 亿元；佣金收入 639.0 亿元 (yoy+19%)，高于市场预期的 610.1 亿元。国内主站业务经营优势巩固的同时，公司全球电商业实现稳健增长，在大多数国家已达到可观规模。在“千亿扶持”政策下，“多多好特产”“新质供给”“电商西进”等专项行动持续推进，大幅提升了供应链效率和农产区产业综合能力。

图3：公司营收结构（百万元）

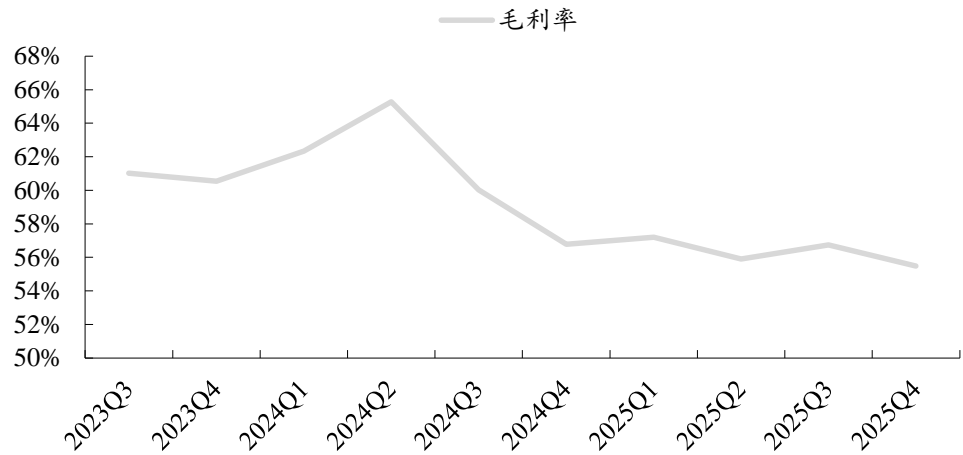


数据来源：公司财报，东吴证券研究所

2. 成本费用上升，毛利率小幅回落

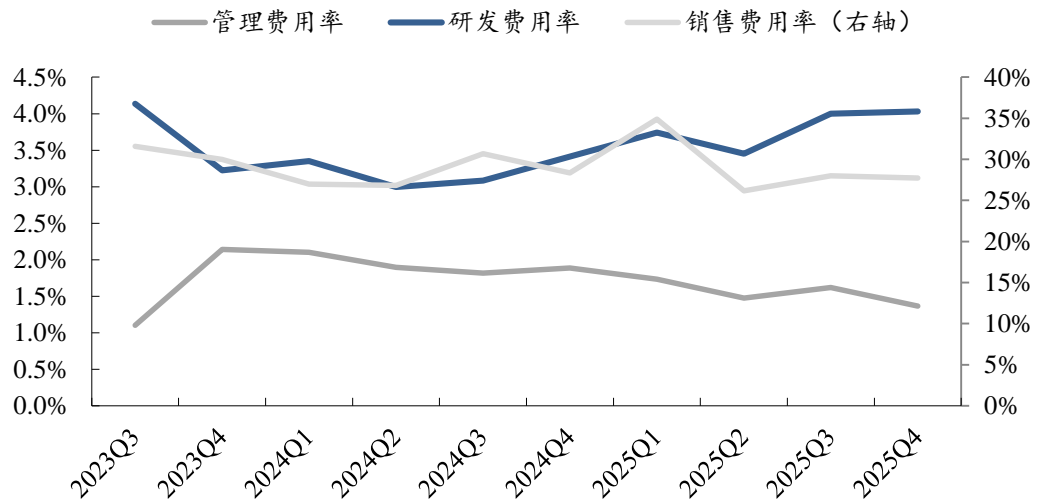
2025Q4 公司营业成本为 551.6 亿元 (yoy+15%)，主要来自履约费用、带宽和服务器成本以及支付处理费增加；毛利率为 55.5%，同环比均下降 1.3pct；销售费用率为 27.7% (yoy-0.6pct)，管理费用率为 (yoy-0.5pct)，研发费用率为 4.0% (yoy+0.6pct)。

图4：毛利率情况



数据来源：公司财报，东吴证券研究所

图5：公司费用率情况



数据来源：公司财报，东吴证券研究所

3. 盈利预测与投资评级

考虑公司仍处于战略投资阶段,短期利润受供应链和生态建设投入拖累,将原 2026-2027 年的 Non-GAAP 归母净利润预测由 126,456/152,411 百万元调整为 125,843/151,798 百万元,预计 2028 年 Non-GAAP 归母净利润为 174,405 百万元,对应 2026-2028 年 Non-GAAPPE 为 7.8/6.5/5.7 倍(美元/人民币=6.88, 2026/4/7 当日汇率,每 ADR=4 股股票)。我们看好公司海外业务的持续拓展以及在供应链升级和生态建设上长期投入所带来的竞争壁垒强化,维持“买入”评级。

4. 风险提示

1.竞争加剧风险: 电商行业用户增速放缓,但参与者不断增加,市场竞争日趋白热化。这不仅体现在传统价格战和营销战上,新兴模式如直播电商的崛起也在不断分流用户和订单。公司需持续投入大量资源用于生态建设、技术创新和用户留存,这可能对短期利润构成持续压力。

2.宏观经济波动风险: 宏观经济环境和消费者信心变化直接影响购买力与消费意愿。若经济复苏不及预期或出现波动,可能导致消费需求疲软、市场增长放缓。公司需要密切关注宏观趋势,灵活调整经营策略,以应对潜在的需求侧冲击。

3.关税政策不确定性风险: 美国关税政策反复无常,其带来的不确定性可能比关税本身更为严重。若主要市场贸易政策生变,例如关税壁垒提升或范围扩大,将直接推高跨境业务的运营成本,对公司旗下跨境电商业务的盈利能力和市场规划带来挑战。

拼多多三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2025A	2026E	2027E	2028E		2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	518,979.89	688,484.93	778,427.53	890,333.11	营业总收入	431,845.71	480,317.46	535,441.71	591,204.82
现金及现金等价物	108,900.59	261,122.12	339,512.83	437,576.41	营业成本	188,801.75	201,733.33	219,531.10	230,569.88
应收账款及票据	15,314.00	17,891.63	18,418.68	21,108.06	销售费用	125,287.93	141,693.65	149,923.68	165,537.35
存货	0.00	0.00	0.00	0.00	管理费用	6,635.80	7,204.76	5,354.42	5,912.05
其他流动资产	394,765.31	409,471.17	420,496.02	431,648.65	研发费用	16,496.16	14,409.52	16,063.25	17,736.14
非流动资产	111,064.44	110,607.32	110,310.19	110,117.06	其他费用	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	1,306.04	848.93	551.80	358.67	经营利润	94,624.06	115,276.19	144,569.26	171,449.40
商誉及无形资产	15.39	15.39	15.39	15.39	利息收入	25,583.85	9,136.57	13,056.11	16,975.64
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	利息支出	0.00	0.00	0.00	0.00
其他长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	其他收益	889.32	4,188.24	4,097.20	4,470.76
其他非流动资产	109,743.00	109,743.00	109,743.00	109,743.00	利润总额	121,097.23	128,601.00	161,722.57	192,895.80
资产总计	630,044.33	799,092.25	888,737.73	1,000,450.18	所得税	21,732.76	21,307.26	26,839.22	32,863.58
流动负债	212,215.00	272,764.82	228,149.81	177,159.03	净利润	99,364.47	107,293.74	134,883.35	160,032.22
短期借款	0.00	5,309.60	5,309.60	5,309.60	少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款及票据	0.00	28,280.33	28,280.33	28,280.33	归属母公司净利润	99,364.47	107,293.74	134,883.35	160,032.22
其他	212,215.00	239,174.90	194,559.88	143,569.11	EBIT	95,513.38	119,464.43	148,666.46	175,920.15
非流动负债	2,922.00	2,922.00	2,922.00	2,922.00	EBITDA	96,474.01	120,425.06	149,737.35	177,102.56
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	Non-GAAP	107,301.45	125,843.17	151,797.72	174,405.42
其他	2,922.00	2,922.00	2,922.00	2,922.00					
负债合计	215,137.00	275,686.82	231,071.81	180,081.03	主要财务比率	2025A	2026E	2027E	2028E
股本	0.18	0.18	0.18	0.18	每股收益(元)	75.58	88.64	106.93	122.85
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	每股净资产(元)	292.26	368.69	463.26	577.87
归属母公司股东权益	414,907.09	523,405.42	657,665.92	820,369.15	发行在外股份(百万股)	5,678.59	5,678.59	5,678.59	5,678.59
负债和股东权益	630,044.33	799,092.25	888,737.73	1,000,450.18	ROIC(%)	22.44	23.53	20.81	19.61
					ROE(%)	23.95	20.50	20.51	19.51
					毛利率(%)	56.28	58.00	59.00	61.00
					销售净利率(%)	23.01	22.34	25.19	27.07
					资产负债率(%)	34.15	34.50	26.00	18.00
					收入增长率(%)	9.65	21.96	11.48	10.41
					净利润增长率(%)	(12.29)	17.28	20.62	14.89
					P/E (Non-GAAP)	9.19	7.83	6.49	5.65
					P/B	2.38	1.88	1.50	1.20
					EV/EBITDA	11.40	7.65	6.02	4.95

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,美元汇率为2026年4月7日的6.88,预测均为东吴证券研究所预测。部分2025年数据需要等最终的年报(SEC版本)发布。

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“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客户。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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也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报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（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，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5% 以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021
传真：（0512）62938527
公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>