

2026年4月1日

拼多多(PDD.US)

SDICSI

**公司动态分析**

证券研究报告

软件与互联网

**4季度业绩符合预期，加大供应链建设投入**

拼多多4季度业绩符合预期，管理层明确未来的战略重点为供应链建设，宣布成立新拼姆，整合拼多多主站和TEMU供应链资源，探索面向全球的自营模式。短期利润或仍因投入与回报周期的期限不匹配而有波动。我们下调9%2026年经调整净利润预测，维持增持评级。

**报告摘要**

**4季度业绩符合预期：**总收入为1,239亿元（人民币，下同，列明除外），符合市场预期，同比增12%，其中，在线营销及其他收入同比增5%，低于市场预期3%，交易服务收入同比增19%，较3Q25增速(+10%)加速，高于市场预期5%，我们认为反映TEMU业务仍好于预期。经调整经营利润277亿元，同比增8%，略高于市场预期。4季度经调整净利润263亿元，同比降12%，全年经调整净利润同比下降12%（-150亿元），主要反映商户及生态投入建设。

**未来将持续聚焦供应链建设：**2025年拼多多推出商户千亿扶持计划，对商户的扶持从流量、减佣等拓展至供给、运营、技术等。12月宣布联席主席制度，从组织架构为起点推动供应链重塑。管理层重申聚焦供应链高质量发展，而非业务多元化。宣布成立“新拼姆”，整合拼多多和TEMU供应链资源，探索品牌面向全球市场的自营模式，覆盖商品的研发、制造、销售全链路。一期现金注资150亿元，计划未来三年投入1,000亿元。管理层指引，未来利润或仍有季度波动，反映投入与回报周期的错位。

**财务预测及估值：**我们预计2026年总收入同比增13%，其中在线营销及其他服务/交易服务同比增9%/17%。对于国内主站，考虑基数效应，2026年主站的GMV增速或仍好于其他货架电商，变现率或稳定。TEMU的多元模式继续纵深发展，北美市场或较2025年明显复苏，用户订单频次有望提升。考虑供应链建设，我们下调2026年经调整利润预测9%，预计全年利润或有小幅下降。估值角度，考虑同业估值水平变化及公司财务前景，给予11.0倍2026年市盈率，目标价调整至117美元，维持**增持**评级。国内电商激烈竞争格局或持续，公司在商户、生态等的长期建设、新拼姆模式探索等，利润或仍承压。

**风险：**消费疲弱预期；国内电商竞争加剧；利润波动大于预期。

**财务及估值摘要**

财年截止12月31日	2024	2025	2026E	2027E	2028E
收入(百万元)	393,836	431,846	487,617	536,496	587,649
同比(%)	59.0%	9.7%	12.9%	10.0%	9.5%
经调整净利润(百万元)	122,344	107,301	104,369	109,719	117,186
同比(%)	80.2%	-12.3%	-2.7%	5.1%	6.8%
净利润率(%)	31.1%	24.8%	21.4%	20.5%	19.9%
市盈率(倍)	8.2	9.3	9.6	9.1	8.5
市销率(倍)	2.5	2.3	2.0	1.9	1.7
净资产收益率(%)	36%	24%	22%	19%	18%

数据来源：公司财报，国投证券国际预测

 投资评级：**增持**
**维持评级**

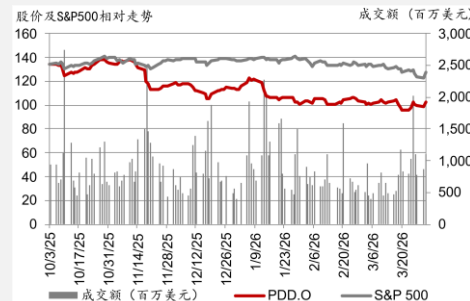
 6个月目标价 **117美元**

股价(2026-03-31) 102.18美元

总市值(百万美元)	145,059
流通市值(百万美元)	145,059
总股本(百万股)	1,420
流通股本(百万股)	1,420
12个月低/高(美元)	95.4/125.4
平均成交(百万美元)	878

**股东结构**

黄峥	24.8%
腾讯(700.HK)	13.8%
其他	61.4%

**股价表现**


%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	3.26	-2.43	-39.80
绝对收益	-1.49	-10.23	-15.17

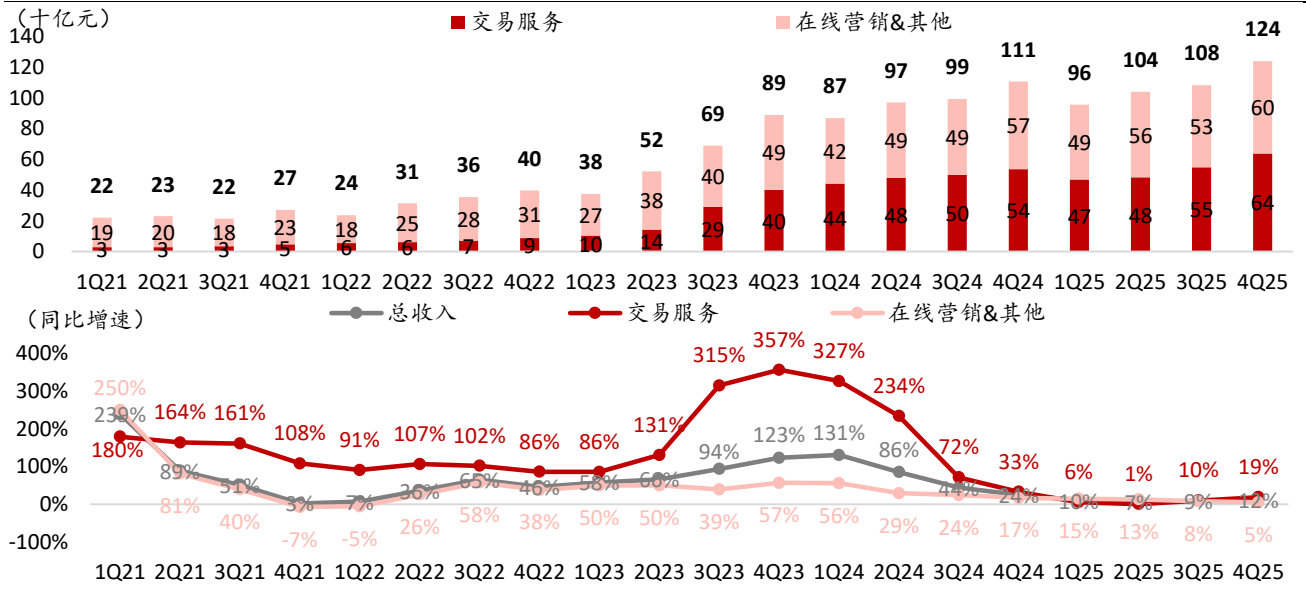
数据来源：万得，彭博，国投证券国际

**王婷**

tinawang@sdicisi.com.hk

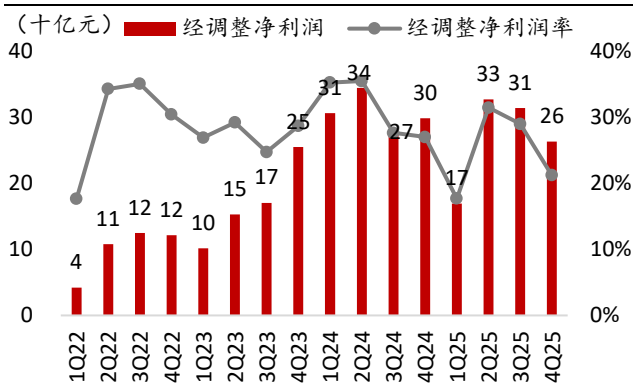
## 2025 年 4 季度业绩概览

图表 1: 收入及增速表现: 4Q25 总收入同比增 12%



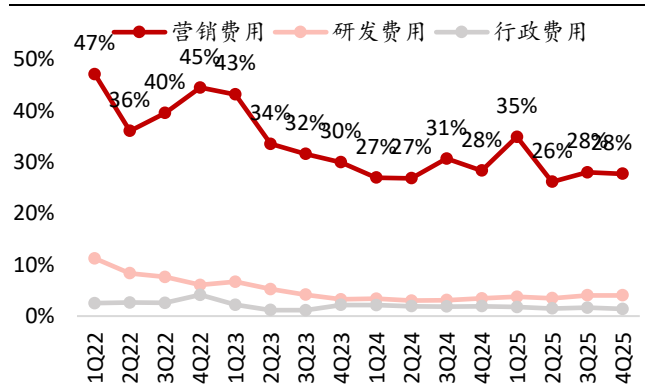
资料来源: 公司财报, 国投证券国际

图表 2: 4Q25 经调整净利润率为 21%



资料来源: 公司财报, 国投证券国际

图表 3: 4Q25 营销费用率为 28%



资料来源: 公司财报, 国投证券国际

## 财务预测更新

**图表 4：利润表预测更新**

拼多多 (PDD. US) 百万元	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26E	2025	2026E	2027E	2028E
<b>总收入</b>	<b>95,672</b>	<b>103,985</b>	<b>108,277</b>	<b>123,912</b>	<b>108,757</b>	<b>431,846</b>	<b>487,617</b>	<b>536,496</b>	<b>587,649</b>
同比	10%	7%	9%	12%	14%	10%	13%	10%	10%
<b>在线营销及其他</b>	<b>48,722</b>	<b>55,703</b>	<b>53,348</b>	<b>60,010</b>	<b>51,820</b>	<b>217,783</b>	<b>237,321</b>	<b>257,444</b>	<b>278,785</b>
同比	15%	13%	8%	5%	6%	10%	9%	8%	8%
<b>交易服务</b>	<b>46,950</b>	<b>48,282</b>	<b>54,929</b>	<b>63,902</b>	<b>56,937</b>	<b>214,063</b>	<b>250,296</b>	<b>279,052</b>	<b>308,864</b>
同比	6%	1%	10%	19%	21%	9.3%	17%	11%	11%
<b>营业成本</b>	<b>-40,947</b>	<b>-45,859</b>	<b>-46,840</b>	<b>-55,156</b>	<b>-47,492</b>	<b>-188,802</b>	<b>-217,619</b>	<b>-244,798</b>	<b>-271,429</b>
<b>毛利</b>	<b>54,725</b>	<b>58,126</b>	<b>61,436</b>	<b>68,757</b>	<b>61,265</b>	<b>243,044</b>	<b>269,998</b>	<b>291,698</b>	<b>316,219</b>
<b>毛利率</b>	<b>57.2%</b>	<b>55.9%</b>	<b>56.7%</b>	<b>55.5%</b>	<b>56.3%</b>	<b>56.3%</b>	<b>55.4%</b>	<b>54.4%</b>	<b>53.8%</b>
<b>营销费用</b>	<b>-33,403</b>	<b>-27,210</b>	<b>-30,323</b>	<b>-34,352</b>	<b>-38,080</b>	<b>-125,288</b>	<b>-142,112</b>	<b>-158,503</b>	<b>-173,616</b>
同比	43%	4%	-1%	10%	14%	13%	13%	12%	10%
<b>行政费用</b>	<b>-1,659</b>	<b>-1,532</b>	<b>-1,755</b>	<b>-1,690</b>	<b>-1,885</b>	<b>-6,636</b>	<b>-7,513</b>	<b>-7,730</b>	<b>-7,879</b>
同比	-9%	-17%	-3%	-19%	14%	-12%	13%	3%	2%
<b>研发费用</b>	<b>-3,578</b>	<b>-3,591</b>	<b>-4,332</b>	<b>-4,995</b>	<b>-4,737</b>	<b>-16,496</b>	<b>-21,511</b>	<b>-24,160</b>	<b>-26,758</b>
同比	23%	23%	41%	32%	32%	30%	30%	12%	11%
<b>经营利润</b>	<b>16,086</b>	<b>25,793</b>	<b>25,026</b>	<b>27,720</b>	<b>16,563</b>	<b>94,624</b>	<b>98,862</b>	<b>101,305</b>	<b>107,967</b>
经营利润率	16.8%	24.8%	23.1%	22.4%	15.2%	21.9%	20.3%	18.9%	18.4%
<b>净利润</b>	<b>14,742</b>	<b>30,753</b>	<b>29,328</b>	<b>24,541</b>	<b>17,294</b>	<b>99,364</b>	<b>95,040</b>	<b>99,153</b>	<b>105,462</b>
净利润率	15.4%	29.6%	27.1%	19.8%	15.9%	23.0%	19.5%	18.5%	17.9%
<b>经调整经营利润</b>	<b>18,260</b>	<b>27,748</b>	<b>27,079</b>	<b>29,474</b>	<b>18,593</b>	<b>102,561</b>	<b>107,445</b>	<b>111,499</b>	<b>119,133</b>
Adj. OPM	19.1%	26.7%	25.0%	23.8%	17.1%	23.7%	22.0%	20.8%	20.3%
<b>经调整净利润</b>	<b>16,916</b>	<b>32,708</b>	<b>31,382</b>	<b>26,295</b>	<b>19,323</b>	<b>107,301</b>	<b>104,369</b>	<b>109,719</b>	<b>117,186</b>
Adj. NPM	17.7%	31.5%	29.0%	21.2%	17.8%	24.8%	21.4%	20.5%	19.9%

资料来源：公司财报，国投证券国际预测



## 客户服务热线

香港: 2213 1888

国内: 40086 95517

## 免责声明

此报告只提供给阁下作参考用途,并非作为或被视为出售或购买或认购证券的邀请或向任何特定人士作出邀请。此报告内所提到的证券可能在某些地区不能出售。此报告所载的资料由国投证券(香港)有限公司(国投证券国际)编写。此报告所载资料的来源皆被国投证券国际认为可靠。此报告所载的见解,分析,预测,推断和期望都是以这些可靠数据为基础,只是代表观点的表达。国投证券国际,其母公司和/或附属公司或任何个人不能担保其准确性或完整性。此报告所载的资料、意见及推测反映国投证券国际于最初发此报告日期当日的判断,可随时更改而毋须另行通知。国投证券国际,其母公司或任何其附属公司不会对因使用此报告内之材料而引致任何人士的直接或间接或相关之损失负上任何责任。

此报告内所提到的任何投资都可能涉及相当大的风险,若干投资可能不易变卖,而且也可能不适合所有的投资者。此报告中所提到的投资价值或从中获得的收入可能会受汇率影响而波动。过去的表现不能代表未来的业绩。此报告没有把任何投资者的投资目标,财务状况或特殊需求考虑进去。投资者不应仅依靠此报告,而应按照自己的判断作出投资决定。投资者依据此报告的建议而作出任何投资行动前,应咨询专业意见。

国投证券国际及其高级职员、董事、员工,可能不时地,在相关的法律、规则或规定的许可下(1)持有或买卖此报告中所提到的公司的证券,(2)进行与此报告内容相异的仓盘买卖,(3)与此报告所提到的任何公司存在顾问,投资银行,或其他金融服务业务关系,(4)又或可能已经向此报告所提到的公司提供了大量的建议或投资服务。投资银行或资产管理可能作出与此报告相反投资决定或持有与此报告不同或相反意见。此报告的意见亦可能与销售人员、交易员或其他集团成员专业人员的意见不同或相反。国投证券国际,其母公司和/或附属公司的一位或多位董事,高级职员和/或员工可能是此报告提到的证券发行人的董事或高级人员。(5)可能涉及此报告所提到的公司的证券进行自营或庄家活动。

此报告对于收件人来说是完全机密的文件。此报告的全部或任何部分均严禁以任何方式再分发予任何人士,尤其(但不限于)此报告及其任何副本均不可被带往或传送至日本、加拿大或美国,或直接或间接分发至美国或任何美国人士(根据1933年美国证券法S规则的解释),国投证券国际也没有任何意图派发此报告给那些居住在法律或政策不允许派发或发布此报告的地方的人。

收件人应注意国投证券国际可能会与本报告所提及的股票发行人进行业务往来或不时自行及/或代表其客户持有该等股票的权益。因此,投资者应注意国投证券国际可能存在影响本报告客观性的利益冲突,而国投证券国际将不会因此而负上任何责任。

此报告受到版权和资料全面保护。除非获得国投证券国际的授权,任何人不得以任何目的复制,派发或出版此报告。国投证券国际保留一切权利。

## 规范性披露

- 本研究报告的分析员或其有联系者(参照证监会持牌人守则中的定义)并未担任此报告提到的上市公司的董事或高级职员。
- 本研究报告的分析员或其有联系者(参照证监会持牌人守则中的定义)并未拥有此报告提到的上市公司有关的任何财务权益。
- 国投证券国际拥有此报告提到的上市公司的财务权益少于1%或完全不拥有该上市公司的财务权益。

## 公司评级体系

### 收益评级:

- 买入 — 预期未来6个月的投资收益率为15%以上;
- 增持 — 预期未来6个月的投资收益率为5%至15%;
- 中性 — 预期未来6个月的投资收益率为-5%至5%;
- 减持 — 预期未来6个月的投资收益率为-5%至-15%;
- 卖出 — 预期未来6个月的投资收益率为-15%以下。

## 国投证券(香港)有限公司

地址: 香港中环交易广场第一座三十九楼

电话: +852-2213 1000

传真: +852-2213 1010