

拼多多 (PDD.O) 26Q1 财报点评

强烈推荐 (维持)

广告收入增速放缓, 开启品牌自营业务拓展长期发展空间

拼多多发布 2026Q1 业绩, Q1 公司营业收入 1062 亿元, YOY+11%, 广告收入 499 亿元, YOY+2.5%; Non-GAAP 归母净利润 141 亿元, YOY-17%, 利息与投资收益及其他净损失影响集团利润。公司开启品牌自营业务, 基于供应链优势和品牌建设提升平台优质优价心智, 有望拓展全球市场业务长期发展空间, 看好国内主站生态价值可持续增长及海外业务成长和盈利空间, 估值低位维持“强烈推荐”。

□Q1 广告收入增速放缓, 继续推进千亿扶持惠商政策。26Q1 公司实现总收入 1062 亿元, YOY+11% (一致预期+13.5%); 广告收入 499 亿元, YOY+2.5% (一致预期+7.9%), 平台广告收入增速放缓; 佣金收入 563 亿元, YOY+20% (一致预期+18.3%), Q1 公司继续投入千亿扶持惠商政策, 迭代升级“多多好特产”“新质供给”“电商西进”等专项行动, 长期有驱动平台生态健康可持续发展。

□Q1 利息与投资收益及其他净损失影响 nongaap 净利润。26Q1 毛利率为 56%, 同比下降 1pct; 销售费用/管理费用/研发费用分别为 338/16/44 亿元, 费用率分别为 31.8%/1.5%/4.2%, 同比-3.1pct/-0.2pct/+0.4pct; Nongaap 经营利润 211 亿元, 同比+15% (一致预期+22.8%), 利息与投资收入净额为-6.3 亿 (上个季度为 63.7 亿), 其它净收支-20 亿 (上个季度为-6.6 亿, 去年同期 32.6 亿), Non-GAAP 归母净利润 141 亿元, YOY-17% (一致预期+45.4%), 利息与其他收益降低以及其他净损失扩大导致 nongaap 净利润低于预期。展望后续, 公司重仓供应链加码供应链, 管理层表示下一个三年将有机会再造一个拼多多, 长期看好公司高质量发展。

□开启品牌自营业务, 长期看好海外成长及盈利空间。今年 3 月公司在上海成立专项公司, 正式开启品牌自营业务, 深入产业一线整合供应链资源, 联合全球知名 IP 进行深度共创并推动其进入全球市场。首期以现金出资 150 亿元, 未来三年计划投入 1000 亿, 长期有望拓展全球市场业务发展空间, 看好 TEMU 全球市场稳步扩张增长潜力及盈利空间。

□投资建议: 看好国内主站长期生态价值以及全球市场成长及盈利空间, 考虑到品牌自营新业务投入, 下调 2026-2028 年拼多多 Non-GAAP 归母净利润至 1039/1373/1591 亿元, 给予 2026 年 nongaap 归母净利润 10-12 倍 PE, 对应目标价 107-128 美元/股, 估值低位维持“强烈推荐”。

□风险提示: 宏观经济风险; 行业竞争加剧; 海外政策风险。

财务数据与估值

会计年度	2024	2025	2026E	2027E	2028E
主营收入(百万元)	393836	431846	478448	527495	577840
同比增长	59%	10%	11%	10%	10%
NON-GAAP 净利润(百万)	122344	107301	103930	137293	159056
同比增长	80%	-12%	-3%	32%	16%
每股收益(NON-GAAP)	12.58	11.04	10.69	14.12	16.36
P/E (NON-GAAP)	7.0	7.9	8.2	6.2	5.4

资料来源: 公司数据、招商证券

消费品/商业
目标估值: 107-128 美元
当前股价: 86 美元

基础数据

总股本(万股)	567859
海外股(万股)	567859
总市值(亿美元)	1832
海外股市值(亿美元)	1832
每股净资产(美元)	9.70
ROE (TTM)	27.06
资产负债率	36.2%
主要股东	黄峥
主要股东持股比例	24.8%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	0.4	9.9	10.0
相对表现	-1.9	-5.6	-24.2

资料来源: 公司数据、招商证券

相关报告

- 《拼多多 (PDD) 25Q1 财报点评—加大商户扶持利润承压, 看好长期生态价值及海外成长空间》2025-05-28
- 《拼多多 (PDD) 24Q4 财报点评—管理层表述正向, 看好利润长期可持续增长》2025-03-21
- 《拼多多 (PDD) 2024Q3 财报点评—收入及利润增速放缓, 商户友好政策促进生态健康发展》2024-11-22

丁浙川 S1090519070002

dingzhechuan@cmschina.com.cn

胡馨媛 S1090525060001

huxinyuan@cmschina.com.cn

附：财务预测表

资产负债表

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
流动资产	415648	518980	627966	750934	906986
现金及现金等价	57768	108901	107455	119444	164225
交易性金融	0	0	0	0	0
其他短期投	273792	313408	413408	513408	613408
应收账款及	0	0	0	0	0
其它应收款	11248	15314	16967	18706	20491
存货	0	0	0	0	0
其他流动资	72840	81357	90137	99377	108861
非流动资产	89386	111064	111082	111099	111114
固定资产	879	1306	1324	1341	1356
无形资产	19	15	15	15	15
其他	88488	109743	109743	109743	109743
资产总计	505034	630044	739049	862034	1018100
流动负债	188423	212215	224154	223033	234489
短期借款	5310	0	5000	5000	5000
其他	183113	212215	219154	218033	229489
长期负债	3298	2922	2922	2922	2922
长期借款	0	0	0	0	0
其他	3298	2922	2922	2922	2922
负债合计	191721	215137	227076	225955	237411
储备	187242	313313	414907	511973	636079
少数股东权	0	0	0	0	0
归属于母公司所	313313	414907	511973	636079	780689
负债及权益合计	505034	630044	739049	862034	1018100

现金流量表

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	121929	106939	90463	105423	137121
净利润	112435	97843	97066	124106	144610
折旧与摊销	709	601	132	133	135
营运资本变	6663	7367	(3493)	(12101)	186
其他非现金	2123	1128	(3241)	(6716)	(7810)
投资活动现金流	(118356)	(43423)	(96909)	(93434)	(92340)
资本性支出	(967)	(1145)	(150)	(150)	(150)
出售固定资	1	0	0	0	0
投资增减	418281	519241	100000	100000	100000
其它	35	0	3241	6716	7810
筹资活动现金流	1	(5227)	5000	0	0
债务增减	(0)	(5229)	5000	0	0
股本增减	0	0	0	0	0
股利支付	0	0	0	0	0
其它筹资	1	1	0	0	0
其它调整	840	(1751)	0	0	0
现金净增加额	4415	56537	(1446)	11989	44782

利润表

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
总营业收入	393836	431846	478448	527495	577840
主营收入	393836	431846	478448	527495	577840
营业成本	153900	188802	194975	193978	204170
毛利	239936	243044	283473	333518	373670
营业支出	131513	148420	170473	194245	211368
营业利润	108423	94624	113000	139273	162302
利息支出	0	0	0	0	0
利息收入	20553	25584	5368	6616	7710
权益性投资	17	129	(96)	100	100
其他非经营	3120	2727	(2031)	0	0
非经常项目	588	(1967)	(145)	0	0
除税前利润	132701	121097	116096	145989	170112
所得税	20267	21733	19030	21883	25502
少数股东损	0	0	0	0	0
归属普通股东净	112434	99364	97066	124106	144610
调整后归母净利	122344	107301	103930	137293	159056
EPS (NON-GAAP)	12.58	11.04	10.69	14.12	16.36

主要财务比率

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
年成长率					
营业收入	59%	10%	11%	10%	10%
营业利润	85%	-13%	19%	23%	17%
净利润	87%	-12%	-2%	28%	17%
获利能力					
毛利率	60.9%	56.3%	59.2%	63.2%	64.7%
净利率	28.5%	23.0%	20.3%	23.5%	25.0%
ROE	35.9%	23.9%	19.0%	19.5%	18.5%
ROIC	35.1%	24.3%	18.8%	19.4%	18.4%
偿债能力					
资产负债率	38.0%	34.1%	30.7%	26.2%	23.3%
净负债比率	1.1%	0.0%	0.7%	0.6%	0.5%
流动比率	2.2	2.4	2.8	3.4	3.9
速动比率	2.2	2.4	2.8	3.4	3.9
营运能力					
资产周转率	0.8	0.7	0.6	0.6	0.6
应收帐款周转率	34.9	32.5	29.6	29.6	29.5
每股资料 (元)					
每股收益	12.58	11.04	10.69	14.12	16.36
每股经营现金	24.11	21.14	5.08	5.92	7.70
每股净资产	61.95	82.04	28.74	35.71	43.83
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
估值比率					
PE (NON-GAAP)	7.0	7.9	8.2	6.2	5.4

资料来源：公司数据、招商证券；

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制，仅对中国境内投资者发布，请您自行评估接收相关内容的适当性。本公司不会因您收到、阅读相关内容而视您为中国境内投资者。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。

本公司关联机构可能会持有报告所提到的公司所发行的证券头寸，且本公司或关联机构可能会就这些证券进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务，客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。