

2026Q1 财报点评：OMS 继续承压，非经营性亏损拖累业绩表现

核心观点

收入端低预期主要受 OMS 承压拖累，利润端低预期主要受非经营性亏损影响。2026Q1 拼多多实现营收 1062.29 亿元，同比增长 11.03%，其中，在线市场服务和其他实现收入 499.36 亿元，同比增长 2.5%，显著低于彭博一致预期；佣金收入 562.93 亿元，同比增长 19.9%，基本符合彭博一致预期。本季度多多实现经营利润 195.66 亿元，低于彭博一致预期，实现经调整净利润 140.71 亿元，显著低于彭博一致预期，主要受投资等非经营性亏损拖累，本季度拼多多其他收益净额和利息及投资净收入双双转负，但非经营性项目的影响或不具有持续性。

简评

收入端低预期主要受 OMS 承压拖累，利润端低预期主要受非经营性亏损影响。2026Q1 拼多多实现营收 1062.29 亿元，同比增长 11.03%，其中，在线市场服务和其他实现收入 499.36 亿元，同比增长 2.5%，显著低于彭博一致预期；佣金收入 562.93 亿元，同比增长 19.9%，基本符合彭博一致预期。本季度多多广告收入增速进一步下行，今年春节时间偏晚，淘系、京东、抖音一季度增速环比四季度均有不同程度改善，但多多 OMS 继续承压，即便考虑到有补贴冲抵收入的可能，增速也差强人意，虽然多多主站的 GMV 增速或仍有韧性，但考虑到合规成本等影响，广告货币化率下行趋势短期仍将延续，OMS 短期仍将继续承压。佣金收入增长稳健，主要受 Temu 增长的带动。

期间费用方面，本季度销售费用率和管理费用率同比回落，主要受国补退坡影响，研发费用率同比有所上升，或主要受 AI 投入影响，期间费用率整体优化。本季度多多实现经营利润 195.66 亿元，低于彭博一致预期，实现经调整净利润 140.71 亿元，显著低于彭博一致预期，主要受投资等非经营性亏损拖累，本季度拼多多其他收益净额和利息及投资净收入双双转负，但非经营性项目的影响或不具有持续性。

本季度拼多多业绩 miss 更多是非经营性项目的影响，OP miss 并不显著，全年业绩下调也不显著，财报后拼多多股价二次探底，估值再次处于近年来低位，但考虑到今年以来港股中概 beta 整体偏弱，估值水位整体下移，当前多多的低估值虽然与去年同期绝对水平相当，但相对看已不够极端。短期仍需等待广告货币化率拐点以及合规成本压制业绩释放的持续性。

拼多多 (PDD.O)

维持

买入

于伯韬

yubotao@csc.com.cn

SAC 编号:S1440520110001

SFC 编号:BRR519

发布日期：2026 年 05 月 28 日

当前股价：86.61 美元

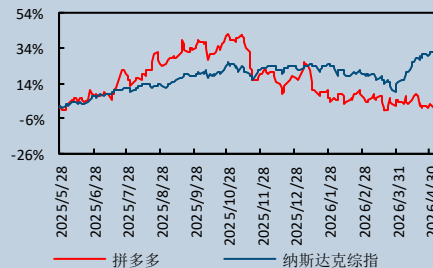
目标价格 6 个月：125.82 美元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1 个月	3 个月	12 个月
-11.65/-19.05	-17.82/-34.41	-27.36/-69.73
12 月最高/最低价 (美元)		138.13/86.61
总股本 (万股)		569,439.65
流通股本 (万股)		569,439.65
总市值 (亿美元)		1,232.80
流通市值 (亿美元)		1,232.80
近 3 月日均成交量 (万)		766.12
主要股东		
Entities affiliated with Zheng Huang		24.80%

股价表现



相关研究报告

- 26.03.26 【中信建投海外研究】拼多多 (PDD):2025Q4 财报点评: 逐步回归正常增长叙事
- 25.11.20 【中信建投海外研究】拼多多 (PDD):2025Q3 财报点评: 基本面拐点初现, 关注未来季度的业绩节奏和投入方向

盈利预测与估值：预计公司 2026-2027 年营业收入分别为 4996 亿元和 5704 亿元，同比增长 16% 和 14%，Non-GAAP 净利润分别为 1215 亿元和 1427 亿元，同比增长 15% 和 17%。维持“买入”评级，目标价 125.82 美元/ADS，对应 2026 年 10X PE。

风险分析：二季度业绩低于预期；业绩节奏反复波动，盈利预期再次下调；主站超预期降速；半托管发展不及预期；Temu 受到海外监管负面影响；Temu 名义货币化率低于预期；宏观经济及社零增长疲弱；国内电商市场竞争加剧，来自淘宝京东的低价竞争；国内电商主业利润率低于预期；Temu 减亏进度低于预期；行业监管风险；其他 ESG 风险；股东回报低于预期；回港进度低于预期；美联储降息进程低于预期；中美关系发展的不确定性；中概股退市风险。

表 1: 拼多多三表预测 (百万元)

资产负债表					利润表 (百万元)				
	2024	2025	2026E	2027E		2024	2025	2026E	2027E
总流动资产	415,648	518,980	616,137	726,735	营业收入	393,836	431,846	499,609	570,449
总非流动资产	89,386	111,064	111,458	111,897	营业成本	(153,900)	(188,802)	(214,832)	(239,588)
总资产	505,034	630,044	727,594	838,632	毛利润	239,936	243,044	284,777	330,860
总流动负债	188,423	213,737	84,862	88,764	销售费用	(111,301)	(125,288)	(144,448)	(164,359)
总非流动负债	3,298	2,922	2,922	2,922	管理费用	(7,553)	(8,158)	(8,688)	(9,065)
总负债	191,721	216,659	87,784	91,686	研发费用	(12,659)	(16,496)	(17,986)	(19,395)
普通股股本	0	0	0	0	EBIT	108,423	93,102	113,655	138,042
储备	305,488	411,269	637,588	744,614	利息收入	20,553	25,584	18,804	18,804
库存股	0	0	0	0	汇兑净收益	588	(1,967)	0	0
其他综合性收益	7,825	2,116	2,221	2,333	利息支出	0	0	0	0
归属母公司股东权益	313,313	413,385	639,809	746,946	其他收益/(支出)净额-非经营	3,120	2,727	2,000	2,000
少数股东权益	0	0	0	0	EBT	132,684	119,446	134,459	158,846
股东权益合计	313,313	413,385	639,809	746,946	应占股权投资损益	17	129	73	101
总权益及负债	505,034	630,044	727,594	838,632	所得税	(20,267)	(21,733)	(21,513)	(25,415)
现金流量表					净利润(含少数股东权益)				
经营活动所得现金净额	121,929	106,939	140,400	159,019	归属普通股股东净利润	112,435	97,843	113,019	133,532
投资活动所得现金净额	(118,356)	(43,423)	(577)	(1,014)	Non-GAAP净利润	122,344	105,780	121,512	142,659
融资活动所得现金净额	1	(5,227)	0	0	关键比率				
汇率变动	840	(1,751)	0	0	营业收入YOY	59%	10%	16%	14%
现金及现金等价物增加/减少净额	4,415	56,537	139,823	158,006	Non-GAAP净利润YOY	80%	-14%	15%	17%
年初的现金及现金等价物	121,780	126,194	182,731	322,554	Non-GAAP净利率	31.1%	24.5%	24.3%	25.0%
年末的现金及现金等价物	126,194	182,731	322,554	480,560					

数据来源: 公司公告, 中信建投证券测算

分析师介绍

于伯韬

海外研究首席分析师，FRM，香港大学金融学硕士，2020年加入中信建投海外研究团队，2018-2020年就职于长江证券研究所海外团队，2025/2024/2021/2020年新财富港股及海外方向第五名，2022年新浪金麒麟港股及海外市场最佳分析师第三名，2020年新浪金麒麟港股及海外市场新锐分析师第一名。

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6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指数作为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数作为基准；美国市场以标普500指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15%以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15%以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10%以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：（i）以勤勉的职业态度、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，结论不受任何第三方的授意或影响。（ii）本人不曾因，不因，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收到任何形式的补偿。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去12个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有，违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
 朝阳区景辉街16号院1号楼18层
 电话：（8610）56135088
 联系人：李祉瑶
 邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

上海
 上海浦东新区浦东南路528号南塔2103室
 电话：（8621）6882-1600
 联系人：翁起帆
 邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳
 福田区福中三路与鹏程一路交汇处广电金融中心35楼
 电话：（86755）8252-1369
 联系人：曹莹
 邮箱：caoying@csc.com.cn

中信建投（国际）

香港
 中环交易广场2期18楼
 电话：（852）3465-5600
 联系人：刘泓麟
 邮箱：charleneliu@csci.hk