

拼多多 (PDD.O)

2026Q1 财报点评：国内广告收入增速持续放缓，其他损益影响净利润释放

核心观点

收入：本季度公司营业收入 1062 亿元，同比增长 11%，其中广告营销收入 499 亿元，yoy +2%；支付通道收入 563 亿元，yoy +20%。分拆看，广告收入为主站广告营销收入，据我们测算，26Q1 公司主站 GMV 同比增速超 10%，广告收入增速低个位数增长部分由于收入口径调整，部分由于电商平台报税带来的中小商家投广意愿/能力下降带来的货币化率回调；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 20%（25Q3 yoy+10%，25Q4 yoy+19%），我们认为支付通道收入增速环比回升主要由于海外电商在低基数基础上持续较快增长。

利润：本季度公司 non-GAAP 净利润 141 亿元，yoy-17%，non-GAAP 净利率 13%，净利率同比下降 4pct，主要由于其他损益亏损 20 亿（去年同期盈利 33 亿），本季度公司毛利率 56%，同比下降 1pct；公司仍保持相对高效的费用投放效率，本季度费用率合计 37%，同比下降 3pct，主要由于销售费率下调，值得一提的是，对于新拼姆模式，管理层表示在品牌自营模式下，平台为产业链提供销量确定性，主动承担更多经营责任与经营风险，让产业带合作厂商可以专注于高品质生产制造，从根本上解决平台商家同质化竞争难题。

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，公司预计今年推出自营品牌新拼姆，收入模式变化预计将带动收入增速加快，我们调整 2026-2028 年收入至 5036/6125/7401 亿元，调整幅度为 2.3%/2.5%/2.8%，我们调整 2026-2028 年经调净利至 1169/1412/1659 亿元，调整幅度为-6.4%/-2.7%/-4.8%，主要反映公司今年罚款等一次性支出以及长期坚定投入供应链的决心。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。

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	503,635	612,543	740,146
(+/-%)	59.0%	9.7%	16.6%	21.6%	20.8%
净利润(百万元)-经调整	122344	107567	116903	141185	165879
(+/-%)	80%	-12.1%	8.7%	20.8%	17.5%
每股收益(元)-经调整	25.68	18.81	20.84	25.17	29.57
EBIT Margin	27.5%	21.9%	24.6%	23.6%	23.6%
净资产收益率 (ROE)	35.9%	23.6%	21.4%	19.8%	19.1%
市盈率 (PE)	6.1	8.4	7.5	6.2	5.3
EV/EBITDA	4.1	5.5	4.7	4.6	4.3
市净率 (PB)	2.39	2.17	1.68	1.34	1.09

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 0755-81982651
zhanglunke@guosen.com.cn
S0980521120004

证券分析师：王颖婕 0755-81983057
cnwangyingjie1@guosen.com.cn
S0980525020001

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	83.61 美元
总市值/流通市值	123,280/123,280 百万美元
52 周最高价/最低价	139.41/83.61 美元
近 3 个月日均成交额	760.16 百万美元

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

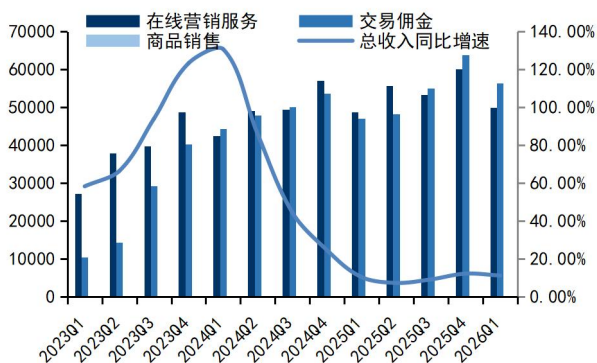
- 《拼多多 (PDD.O) -2025Q4 财报点评：成立新拼姆公司布局海外自营，持续投入供应链》——2026-03-30
- 《拼多多 (PDD.O) -2025Q3 财报点评：国补逐步退坡，营业利润企稳》——2025-11-20
- 《拼多多 (PDD.O) -2025Q2 财报点评：利润表现亮眼，继续坚持投资电商生态》——2025-08-26
- 《拼多多 (PDD.O) -2025Q1 财报点评：投入加大叠加关税影响，Q1 业绩承压》——2025-05-29
- 《拼多多 (PDD.O) -2024Q4 财报点评：利润表现好于预期，平台生态建设向收获期迈进》——2025-03-25

整体表现

本季度公司营业收入 1062 亿元，同比增长 11%，其中广告营销收入 499 亿元，yoy +2%；支付通道收入 563 亿元，yoy +20%。分拆看，广告收入为主站广告营销收入，据我们测算，26Q1 公司主站 GMV 同比增速超 10%，广告收入增速低个位数增长部分由于收入口径调整，部分由于电商平台报税带来的中小商家投广意愿/能力下降带来的货币化率回调；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 20%（25Q3 yoy+10%，25Q4 yoy+19%），我们认为支付通道收入增速环比回升主要由于海外电商在低基数基础上持续较快增长。

本季度公司 non-GAAP 净利润 141 亿元，yoy-17%，non-GAAP 净利率 13%，净利率同比下降 4pct，主要由于其他损益亏损 20 亿（去年同期盈利 33 亿），本季度公司毛利率 56%，同比下降 1pct；公司仍保持相对高效的费用投放效率，本季度费用率合计 37%，同比下降 3pct，主要由于销售费率下调，值得一提的是，对于新拼姆模式，管理层表示在品牌自营模式下，平台为产业链提供销量确定性，主动承担更多经营责任与经营风险，让产业带合作厂商可以专注于高品质生产制造，从根本上解决平台商家同质化竞争难题。

图1：拼多多季度分部营业收入及增速（百万元，%）



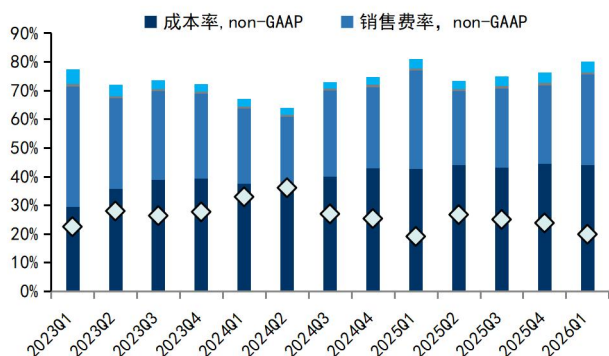
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：拼多多季度毛利及毛利率变化情况（百万元，%）



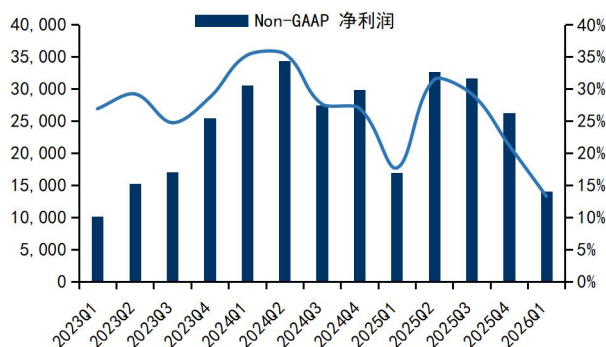
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

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, 公司预计今年推出自营品牌新拼姆, 收入模式变化预计将带动收入增速加快, 我们调整 2026-2028 年收入至 5036/6125/7401 亿元, 调整幅度为 2.3%/2.5%/2.8%, 我们调整 2026-2028 年经调净利至 1169/1412/1659 亿元, 调整幅度为 -6.4%/-2.7%/-4.8%, 主要反映公司今年罚款等一次性支出以及长期坚定投入供应链的决心。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	322524	460295	618801	营业收入	393836	431846	503635	612543	740146
应收款项	12006	15314	17860	21722	26247	营业成本	153900	188802	222321	282648	341528
存货净额	0	0	1217	1547	1869	营业税金及附加	0	0	0	0	0
其他流动资产	72082	81357	94882	115400	139439	销售费用	111301	125288	130442	152524	184297
流动资产合计	415648	518980	795238	1009629	1256442	管理费用	20212	23132	27171	33055	39947
固定资产	879	1306	4897	8490	12056	财务净开支	(20779)	(25656)	(23980)	(24729)	(27202)
无形资产及其他	19	15	62	102	137	投资收益	17	0	138	138	138
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
长期股权投资	0	0	0	0	0	其他收入	(225)	(1594)	(1317)	362	464
资产总计	505034	630044	909941	1127964	1378378	营业利润	132113	121413	149228	172272	204905
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	119446	149228	172273	204905
其他流动负债	132028	213737	379651	467878	565328	所得税费用	20267	21733	36855	42546	50605
流动负债合计	188423	213737	381637	470310	566800	少数股东损益	0	0	0	0	0
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	归属于母公司净利润	112435	97714	112373	129727	154300
其他长期负债	3298	2922	2546	2169	1793	现金流量表(百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
长期负债合计	3298	2922	2546	2169	1793	净利润	112435	97714	112373	129727	154300
负债合计	191721	216659	384182	472479	568593	折旧摊销	1495	0	284	349	444
少数股东权益	0	0	0	0	0	公允价值变动损失	(3120)	(2727)	(2727)	(2727)	(2727)
股东权益	313313	413385	525758	655485	809785	财务费用	(20779)	(25656)	(23980)	(24729)	(27202)
负债和股东权益总计	505034	630044	909941	1127964	1378378	营运资本变动	(11253)	(3591)	148250	63141	68187
关键财务与估值指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E	其它	22372	15543	0	0	0
每股收益-经调整	25.68	18.81	20.84	25.17	29.57	经营活动现金流	121929	106939	258180	190490	220204
每股红利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	资本开支	0	(3154)	(1195)	(1255)	(1318)
每股净资产	65.77	72.29	93.71	116.83	144.34	其它投资现金流	(116376)	(39616)	(45348)	(51910)	(59420)
ROE	36%	24%	21%	20%	19%	投资活动现金流	(118356)	(43423)	(46543)	(53164)	(60738)
毛利率	61%	56%	56%	54%	54%	融资活动现金流	1	(5227)	1986	446	(959)
EBIT Margin	28%	22%	25%	24%	24%	现金净变动	(2026)	51133	213623	137771	158506
EBITDA Margin	28%	22%	25%	24%	24%	货币资金的期初余额	59794	57768	108901	322524	460295
收入增长	59%	10%	17%	22%	21%	货币资金的期末余额	57768	108901	322524	460295	618801
净利润增长率	87%	-13%	15%	15%	19%	企业自由现金流	82106	70663	240491	170919	198637
资产负债率	38%	34%	42%	42%	41%	权益自由现金流	86816	96822	261743	189986	218162
股息率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%						
P/E-经调整	6.1	8.4	7.5	6.2	5.3						
P/B	2	2	2	1	1						
EV/EBITDA	4	6	5	5	4						

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 ±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 ±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