



拼多多 (PDD.US)：海外业务修复，广告依旧疲软，维持“持有”评级

- 业绩不及市场预期：**公司1Q26收入人民币1062亿元，同比增长11%，低于市场预期2%；调整后净利润为141亿元，同比下降17%，大幅低于市场预期，主要受其他非经营收入下滑影响，调整后净利率为13.2%，4Q25为21.2%，1Q25为17.7%。
- 海外收入持续修复，广告业务依旧令人失望：**今年一季度，公司收入同比增长11%，增速环比略有放缓。海外业务Temu持续修复，收入同比增长20%，成为公司收入主要增长驱动。考虑到2025年上半年的低基数，Temu在今年上半年或延续复苏态势。广告收入同比增长2%，低于市场预期，增速继续放缓，和电商大盘相比优势不再，或主要受平台变现率影响。根据国家统计局数据，今年一季度，全国实物商品网上零售额同比增长7.5%。我们预计广告收入一季度或录得低个位数增长。
- 费率管控得当，利润率有所改善：**一季度，公司毛利率为55.9%，较去年同期的57.2%略有下滑，主要与公司收入结构变化以及减免扶持政策相关，环比略有提升。销售费用率录得31.8%，同比改善3.1个百分点。随着行业竞争逐渐回归常态化，销售费率预计或将保持相对稳定。公司经营利润率为18.4%，较去年同期的16.8%略有改善，整体费用控制得当。
- 维持“持有”评级，调整目标价至96美元：**我们调整公司FY26E收入预测至人民币4780亿元，调整目标价至96美元，对应FY26E 10x市盈率。考虑到公司国内电商业务相对于电商大盘优势不再，短期压力仍在，我们维持“持有”评级。
- 投资风险：**宏观不确定性；竞争激烈。

图表 1：盈利预测和财务指标

人民币百万	FY24	FY25	FY26E	FY27E	FY28E
营业收入	393,836	431,846	478,024	548,835	601,869
经营利润	108,423	94,624	101,105	131,720	150,467
调整后净利润	122,344	107,301	97,029	124,600	140,844
调整后目标 PE (x)			10.0	7.8	6.9

E=浦银国际预测

资料来源：Bloomberg、浦银国际预测

赵丹

首席科技分析师
dan_zhao@spdbi.com
(852) 2808 6436

杨子超, CFA

科技分析师
charles_yang@spdbi.com
(852) 2808 6409

2026年5月28日

评级

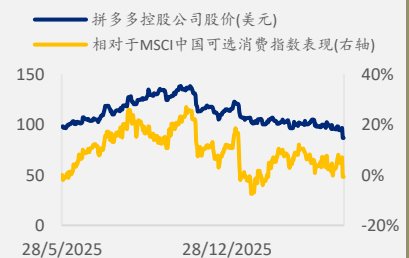
持有

目标价 (美元)	96
潜在升幅/降幅	+11%
目前股价 (美元)	86.61
52周内股价区间 (美元)	83.61-139.41
总市值 (百万美元)	123,280
近3月日均成交额 (百万美元)	758

市场预期区间



股价表现



注：截至2026年5月27日

资料来源：Bloomberg、浦银国际

财务报表分析与预测

利润表

人民币百万元	FY24	FY25	FY26E	FY27E	FY28E
收入	393,836	431,846	478,024	548,835	601,869
收入成本	(153,900)	(188,802)	(210,483)	(235,999)	(252,785)
毛利率	239,936	243,044	267,541	312,836	349,084
研发费用	(12,659)	(16,496)	(19,290)	(19,209)	(21,065)
销售费用	(111,301)	(125,288)	(139,247)	(153,674)	(168,523)
管理费用	(7,553)	(6,636)	(7,900)	(8,233)	(9,028)
其他	-	-	-	-	-
经营利润	108,423	94,624	101,105	131,720	150,467
利息和投资收入	20,553	25,584	8,368	8,368	8,368
其他	3,708	760	(2,176)	-	-
税前利润	132,684	120,968	107,297	140,088	158,835
其他	17	129	(96)	-	-
所得税	(20,267)	(21,733)	(17,696)	(23,815)	(27,002)
净利润	112,435	99,364	89,505	116,273	131,833
调整后净利润	122,344	107,301	97,029	124,600	140,844

现金流量表

人民币百万元	FY24	FY25	FY26E	FY27E	FY28E
净利润	112,435	99,364	89,505	116,273	131,833
折旧及摊销	709	601	722	866	1,039
其他调整项	2,123	(394)	7,524	8,326	9,011
营运资金变动	6,663	7,367	10,668	8,815	6,728
经营现金流	121,929	106,939	108,419	134,281	148,611
固定资产	(967)	(1,145)	(1,374)	(1,649)	(1,979)
投资	(117,425)	(42,078)	(33,663)	(26,930)	(21,544)
其他投资现金流	35	(200)	-	-	-
投资现金流	(118,356)	(43,423)	(35,037)	(28,579)	(23,523)
借款净额	-	-	-	-	-
发行股票	-	-	-	-	-
发行优先股/债券	(0)	(5,229)	-	-	-
其他融资现金流	1	1	-	-	-
融资现金流	1	(5,227)	-	-	-
汇率变动影响	840	(1,751)	-	-	-
现金及现金等价物净流量	4,415	56,537	73,383	105,702	125,088
年初现金及现金等价物	121,780	126,194	182,731	256,114	361,816
年末现金及现金等价物	126,194	182,731	256,114	361,816	486,904

资产负债表

人民币百万元	FY24	FY25	FY26E	FY27E	FY28E
现金及现金等价物	57,768	108,901	182,283	287,985	413,074
应收款项	11,248	15,314	19,697	24,729	30,248
短期投资	273,792	313,408	347,070	374,001	395,545
其他流动资产	72,840	81,357	81,357	81,357	81,357
流动资产合计	415,648	518,980	630,408	768,073	920,223
固定资产	879	1,306	1,697	2,167	2,731
无形资产	19	15	146	302	490
其他非流动资产	88,488	109,743	109,873	110,030	110,218
非流动资产合计	89,386	111,064	111,717	112,500	113,439
资产总计	505,034	630,044	742,125	880,572	1,033,662
短期借款	5,410	-	-	-	-
应付账款	91,656	107,407	121,077	133,339	143,847
其他流动负债	91,357	104,808	106,189	107,775	109,513
流动负债合计	188,423	212,215	227,267	241,114	253,360
可转债	-	-	-	-	-
其他非流动负债	3,298	2,922	2,922	2,922	2,922
非流动负债合计	3,298	2,922	2,922	2,922	2,922
负债总计	191,721	215,137	230,189	244,036	256,282
股本溢价	117,829	125,768	133,292	141,618	150,629
保留盈利及其他	195,484	289,139	378,645	494,918	626,751
权益总额	313,313	414,907	511,936	636,536	777,380

主要财务比率

	FY24	FY25	FY26E	FY27E	FY28E
盈利增速					
营业收入增速	59.0%	9.7%	10.7%	14.8%	9.7%
毛利润增速	53.9%	1.3%	10.1%	16.9%	11.6%
经营利润增速	84.7%	-12.7%	6.8%	30.3%	14.2%
净利润增速	87.3%	-11.6%	-9.9%	29.9%	13.4%
调整后净利润增速	80.2%	-12.3%	-9.6%	28.4%	13.0%
盈利能力比率					
毛利率	60.9%	56.3%	56.0%	57.0%	58.0%
经营利润率	27.5%	21.9%	21.2%	24.0%	25.0%
净利率	28.5%	23.0%	18.7%	21.2%	21.9%
调整后净利率	31.1%	24.8%	20.3%	22.7%	23.4%
每股指标 (元)					
基本EPS	80.9	71.4	60.5	78.6	89.1
摊薄EPS	75.9	67.0	60.5	78.6	89.1
调整后EPS	82.6	72.4	65.6	84.2	95.2
每股指标增速					
基本EPS增速	84.7%	-11.8%	-15.2%	29.9%	13.4%
摊薄EPS增速	86.0%	-11.7%	-9.7%	29.9%	13.4%
调整后EPS增速	78.9%	-12.4%	-9.4%	28.4%	13.0%
估值 (倍)					
调整后目标P/E			10.0	7.8	6.9
目标P/S			2.0	1.8	1.6
目标P/B			1.9	1.5	1.2

E=浦银国际预测

资料来源: Bloomberg、浦银国际预测

图表 2：浦银国际目标价：拼多多（PDD.US）



注：截至 2026 年 5 月 27 日收盘

资料来源：Bloomberg、浦银国际预测

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告（包括任何有关的附件），表示及保证其根据下述的条件下有权获得本报告，且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告是由从事证券及期货条例(香港法例第 571 章)中第一类(证券交易)及第四类(就证券提供意见)受规管活动之持牌法国 - 浦银国际证券有限公司（统称“浦银国际证券”）利用集团信息及其他公开信息编制而成。所有资料均搜集自被认为是可靠的来源，但并不保证数据之准确性、可信性及完整性，亦不会因资料引致的任何损失承担任何责任。报告中的资料来源除非另有说明，否则信息均来自本集团。本报告的内容涉及到保密数据，所以仅供阁下为其自身利益而使用。除了阁下以及受聘向阁下提供咨询意见的人士（其同意将本材料保密并受本免责声明中所述限制约束）之外，本报告分发给任何人均属未经授权的行为。

任何人不得将本报告内任何信息用于其他目的。本报告仅是为提供信息而准备的，不得被解释为是一项关于购买或者出售任何证券或相关金融工具的要约邀请或者要约。阁下不应将本报告内容解释为法律、税务、会计或投资事项的专业意见或为任何推荐，阁下应当就本报告所述的任何交易涉及的法律及相关事项咨询其自己的法律顾问和财务顾问的意见。本报告内的信息及意见乃于文件注明日期作出，日后可作修改而不另通知，亦不一定会更新以反映文件日期之后发生的进展。本报告并未包含公司可能要求的所有信息，阁下不应仅仅依据本报告中的信息而作出投资、撤资或其他财务方面的任何决策或行动。除关于历史数据的陈述外，本报告可能包含前瞻性的陈述，牵涉多种风险和不确定性，该等前瞻性陈述可基于一些假设，受限于重大风险和不确定性。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映浦银国际证券的立场。浦银国际控股有限公司及其附属公司、关联公司（统称“浦银国际”）及/或其董事及/或雇员，可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖。浦银国际或其任何董事及/或雇员对投资者因使用本报告或依赖其所载信息而引起的一切可能损失，概不承担任何法律责任。

浦银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料，考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要，在参与有关报告中所述公司之证券的交易前，委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。对部分的司法管辖区或国家而言，分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。

美国

浦银国际不是美国注册经纪商和美国金融业监管局(FINRA)的注册会员。浦银国际证券的分析师不具有美国金融监管局(FINRA)分析师的注册资格。因此，浦银国际证券不受美国就有研究报告准备和分析师独立性规则的约束。

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易，都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

英国

本报告并非由英国 2000 年金融服务与市场法(经修订)(「FSMA」)第 21 条所界定之认可人士发布,而本报告亦未经其批准。因此,本报告不会向英国公众人士派发,亦不得向公众人士传递。本报告仅提供给合格投资者(按照金融服务及市场法的涵义),即(i)按照 2000 年金融服务及市场法 2005 年(金融推广)命令(「命令」)第 19(5)条定义在投资方面拥有专业经验之投资专业人士或(ii)属于命令第 49(2)(a)至(d)条范围之高净值实体或(iii)其他可能合法与之沟通的人士(所有该等人士统称为「有关人士」)。不属于有关人士的任何机构和个人不得遵照或倚赖本报告或其任何内容行事。

本报告的版权仅为浦银国际证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用，浦银国际证券对任何第三方的该等行为保留追述权利，并且对第三方未经授权行为不承担任何责任。

权益披露

- 1) 浦银国际并没有持有本报告所述公司逾 1%的财务权益。
- 2) 浦银国际跟本报告所述公司在过去 12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。
- 3) 浦银国际并没有跟本报告所述公司为其证券进行庄家活动。

评级定义

证券评级定义:

“买入”：未来 12 个月，预期个股表现超过同期其所属的行业指数

“持有”：未来 12 个月，预期个股表现与同期所属的行业指数持平

“卖出”：未来 12 个月，预期个股表现逊于同期其所属的行业指数

行业评级定义（相对于 MSCI 中国指数）：

“超配”：未来 12 个月优于 MSCI 中国 10%或以上

“标配”：未来 12 个月优于/劣于 MSCI 中国少于 10%

“低配”：未来 12 个月劣于 MSCI 中国超过 10%

分析师证明

本报告作者谨此声明：(i) 本报告发表的所有观点均正确地反映作者有关任何及所有提及的证券或发行人的个人观点，并以独立方式撰写；(ii) 其报酬没有任何部分曾经，是或将会直接或间接与本报告发表的特定建议或观点有关；(iii) 该等作者没有获得与所提及的证券或发行人相关且可能影响该等建议的内幕信息 / 非公开的价格敏感数据。

本报告作者进一步确定 (i) 他们或其各自的关联人士（定义见证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则）没有在本报告发行日期之前的 30 个历日内曾买卖或交易过本报告所提述的股票，或在本报告发布后 3 个工作日（定义见《证券及期货条例》（香港法例第 571 章））内将买卖或交易本文所提述的股票；(ii) 他们或其各自的关联人士并非本报告提述的任何公司的雇员；及 (iii) 他们或其各自的关联人士没有拥有本报告提述的证券的任何金融利益。

浦银国际证券机构销售团队

杨增希

essie_yang@spdbi.com

(852) 2808 6469

浦银国际证券财富管理团队

张帆

vane_zhang@spdbi.com

(852) 2808 6467

浦银国际证券有限公司

SPDB International Securities Limited

网站: www.spdbi.com

地址: 香港轩尼诗道 1 号浦发银行大厦 33 楼

