

# 拼多多

PDD US

中国互联网行业

本文内容由 Ryan Lee (李昊谦) 提供

中信证券财富管理(香港)

产品及投资方案部

电话: (852) 2237 9250 / 电邮: wminvestmentsolutions@citics.com.hk

## 中国电商业务尚未企稳

### 摘要

中信证券财富管理与中信里昂研究观点一致。根据中信里昂研究在 2026 年 5 月 28 日发布的题为《China ecommerce yet to stabilise》的报告，拼多多 2026 年一季度业绩不及预期，总收入同比增长 11% 至 1,062 亿元。调整后息税前利润同比增长 15.5% 至 211 亿元。中国电商业务尚未企稳，GMV 增速放缓且货币化率下降。预计 2026 年一季度国内收入将同比增长。公司宣布将通过“自营品牌计划”投入 1,000 亿元以推动国内增长。Temu 持续强劲的 GMV 增长且亏损收窄。

### 在线营销收入不及预期

拼多多 2026 年一季度交易服务收入同比增长 20% 至 563 亿元，可能是因为 Temu 的半托管模式占比提升。研究估计 Temu 的 GMV 将同比增长，主要受欧洲和拉美市场强劲增长及美国市场复苏推动。但在线营销收入同比增速放缓至 3%（2025 年四季度为 5%）至 499 亿元，因国内抽佣率可能因商家补贴同比再降 0.2 个百分点。考虑到可比基数较高下约 13% 的 GMV 增速，预计 2026 年一季度国内收入同比增长。国内货币化率（广告+佣金）可能同比下降，主要受商家支持计划及抑制商家超高广告支出的新税收抵扣规则影响。

### 投入 1,000 亿元实施“自营品牌计划”

管理层宣布未来三年将投入 1,000 亿元实施自营品牌计划。3 月拼多多在上海成立专项公司（“新拼姆”）并注入 150 亿元初始资金。该计划旨在帮助供应链商家孵化品牌、提升销售/运营可预测性，助力中小商户专注研发与流程创新，使消费者享受优质产品和合理价格。分析指出，拼多多将启动新一轮 C2M 计划助力商家品牌培育。公司认为增强供应链能力是未来增长关键。

### Temu 加强欧洲市场布局

Temu 在 2026 年一季度 GMV 或达约 300 亿美元，同比增长 58%，2026 年全年 GMV 有望达 1,300 亿美元。拼多多计划优化 GMV 结构，将欧洲占比提升至约 40% 同时将美国份额控制在 30%。凭借约 5 亿全球月活用户，公司将更注重成熟市场（欧洲/美国）的货币化率提升，用户增长将来自新兴市场。Temu 亏损的收窄有望提振集团利润。

### 催化因素

催化因素包括购物节期间 GMV 增长相对同业显著超预期，以及 Temu 海外业务的成功表现。

## 投资风险

竞争与海外亏损是主要风险：(1) 竞争对手已升级应用并开辟新渠道渗透大众用户与低线城市，在购物节或日常促销中推出'百亿补贴'计划；(2) 拼多多自 2022 年 9 月开始拓展海外 Temu 业务，可能需加大海外市场用户获取、物流及基础设施投入。现有及潜在的'反垄断、数据安全、电商及员工福利'相关监管可能影响业务安排并拖累财务表现。

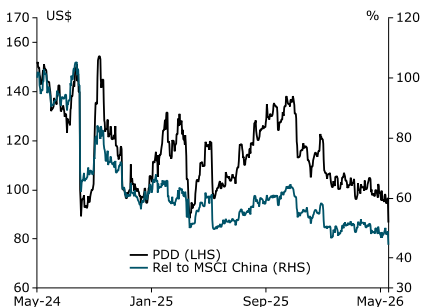
## 公司概况

拼多多是跨国商业集团，旗下拥有并运营多个业务板块，包括以农业为支柱的中国社交电商平台拼多多，以及全球在线市场 Temu。

收入按产品分类		收入按地区分类	
在线营销服务及其他	50.3%	亚洲	100.0%
交易服务	49.7%	美洲	0.0%
		欧洲	0.0%
		中东及非洲	0.0%

资料来源: 中信里昂

## 股票信息



资料来源: 彭博, 路孚特

股价(@ 2026 年 5 月 27 日): 86.61 美元

市场共识目标价 (路孚特) : 143.26 美元

12 个月最高/最低价: 138.13 美元/83.61 美元

主要股东:

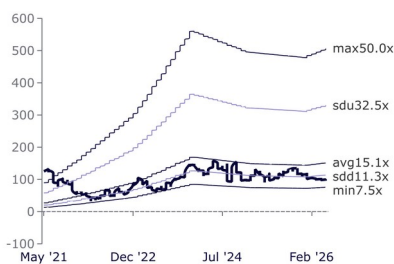
黄峥 44.60%

腾讯 16.90%

市值: 1375.60 亿美元

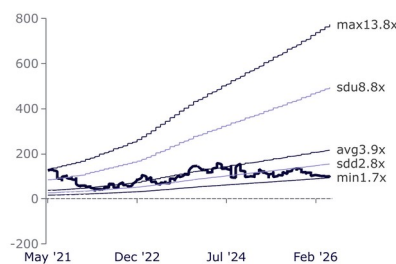
3 个月日均成交额: 710.46 百万美元

## 市盈率区间



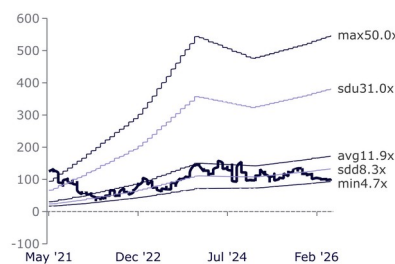
资料来源: 彭博

## 市净率区间



资料来源: 彭博

## 企业价值/息税折旧摊销前利润区间



资料来源: 彭博

## 同业比较

公司	代码	市值 (亿美元)	股价 (Icc)	市盈率 (倍)			市净率 (倍)			股息收益率 (%)			股本回报率 (%)		
				FY26F	FY27F	FY28F	FY26F	FY27F	FY28F	FY26F	FY27F	FY28F	FY26F	FY27F	FY28F
Zozo	3092 JP	56.2	1003.50	18.5	17.1	15.9	8.3	7.9	7.1	3.9	4.0	4.0	46.6	47.4	47.2

资料来源: 彭博、路孚特 注: 截至 2026 年 5 月 27 日的收盘价。Icc: 当地货币

## 免责声明

本文由中信证券财富管理（香港）（“**中信证券财富管理（香港）**”）撰写。中信证券财富管理（香港）是中信证券经纪（香港）有限公司（“**中信证券经纪（香港）**”）的财富管理品牌。本文为一般性资讯，仅供参考之用。本文具有教学性质，但不被视为对任何司法管辖区的任何特定投资产品、策略、计划特征或其他目的的建议或推荐，中信证券财富管理（香港）或其任何子公司也不承诺会参与任何此处提及的交易。任何示例都是通用的、假设的并且仅用于说明目的。本文尚未经香港证券及期货事务监察委员会审核。

本文是由投资/产品专员而非分析师撰写的文章汇编。它不构成研究报告，也不应被解释为研究报告，也不旨在提供专业、投资或任何其他类型的建议或推荐。本文件所载观点为投资/产品专员个人观点，或投资/产品专员对公司观点的理解，可能与中信证券财富管理（香港）的官方观点和利益（包括投资研究部门的观点）存在差异，也可能不存在差异。

### 适合性、风险及适当性

本文不含足够资讯以支持投资决策，并且不得依赖本文来评估投资任何证券或产品的优劣。本文仅提供一般资讯，未针对任何接收者量身定制，亦未考虑任何接收者的投资目标、投资组合持仓、策略、财务状况或需求。本文具有教育性质，并非中信证券经纪（香港）或其附属公司参与任何交易的建议、推荐或承诺。任何范例均为通用、假设及仅供参考之用。

读者应自行独立评估法律、监管、税务、信用及会计方面的影响，并与其财务专业人员共同决定本文提及的任何投资是否适合其个人目标。投资者应确保在进行任何投资前获取所有相关资讯。本文中所涉及的任何预测、数据、观点、技术或策略仅供参考，基于某些假设及当前市场状况，可能会在未通知的情况下发生变更。

信息来源被认为是可靠的，但不保证其准确性，也不对任何错误或遗漏承担责任。请注意，投资涉及风险，投资的价值和收益可能会根据市场情况和税收协议而波动，投资者可能无法收回投资的全部金额。过去的表现和收益率都不是当前和未来结果的可靠指标。

本文不应被解释为在任何司法管辖区向任何不合法接受此类邀请或招揽的人发出购买或出售任何证券的邀请或招揽。此处包含的信息均未在任何司法管辖区获得批准。

### 责任限制

中信证券财富管理（香港）对于您或任何第三方在使用此材料或其内容时遭受的任何损失或损害（包括但不限于直接损失、间接损失、或由此导致的间接损失、利润损失或机会损失）不承担任何责任。此材料是根据您的请求提供给您的，并适用于熟悉相关市场且愿意并能够承担投资相关风险的个人。在您充分了解所有涉及风险并独立确定该投资适合您之前，请勿进行任何交易。请注意，我们并非您指定的投资顾问。

### 法律主体声明

香港：本资料由中信证券经纪（香港）有限公司（中央编号 AAE879）在香港发布及分发，该公司受香港证券及期货事务监察委员会监管。

### 附属披露

本文可能包含先前发布的信息，包括由 CLSA Limited（中央编号 AAB893）发布的信息，该公司受香港证券及期货事务监察委员会监管。中信证券经纪（香港）与 CLSA Limited 是关联实体，均属于中信证券国际有限公司（“**CSI**”）的共同所有或控制之下。

中信证券经纪（香港）与 CSI 及其子公司（“**CSI 集团**”）内的其他实体之间可能存在潜在的利益冲突，这些冲突可能涉及多个领域，包括投资产品、企业咨询服务、证券交易以及提供给本文提及公司（们）的其他金融服务。此外，CSI 集团可能在本文讨论的公司（们）中持有利益或头寸。

中信证券经纪（香港）遵循一项整个集团的政策（可能会不时更新），该政策阐明了 CSI 集团实体如何管理或消除任何实际或潜在的利益冲突。此政策旨在确保 CSI 集团发布的任何研究报告或评论保持公正。

### 针对不同司法管辖区的声明

香港：根据任何时间下所适用的法律和法规，中信证券财富管理（香港）、其各自的关联公司或与中信证券财富管理（香港）有关联的公司或个人可能在发布本资料前使用了此处包含的信息，并且可能不时购买、出售或在所提及的任何证券或相关证券中拥有重大利益，或在目前或将来可能产生或曾经有业务或财务关系，或可能或已经向本文提及的实体、其顾问和/或任何其他关联方提供投资银行、资本市场和/或其他服务。因此，投资者应注意中信证券财富管理（香港）和/或其各自的关联公司或公司、或此等个人可能存在一项或多项利益冲突。

未经中信证券经纪（香港）有限公司事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、分发或销售本文。

版权所有 2026。中信证券经纪（香港）有限公司。保留所有权利。