

拼多多 (PDD.US)：聚焦主业，费用相对可控

利润略好于预期：公司 2Q26 收入人民币 1124 亿元，同比增长 8%，低于市场预期 2%；调整后净利润为 285 亿元，同比下降 13%，但仍好于市场预期，调整后净利率为 25.4%，1Q26 为 13.2%，2Q25 为 31.5%。

营收不及预期，短期仍有压力：二季度，公司收入同比增长 8%，增速环比略有放缓。海外业务 Temu 同比增长 13%，较一季度的同比增长 20% 有所放缓，主要受到欧盟关税等海外合规监管影响，短期仍存在不确定性。广告收入同比增长 3%，虽然较上季度略有回暖，表现依然低迷，和国内电商大盘增速逐渐趋同。受宏观环境影响，我们预计广告收入短期仍面临一定压力。

聚焦主业，费用管控得当：二季度，公司毛利率 57.3%，较去年同期的 55.9% 有所提升，创阶段性新高。公司认为传统电商和即时零售的协同效应有限，现阶段更聚集供应链方面，促进平台高质量发展。品牌自营是供应链建设的重要延伸，公司对其长期前景充满信心。二季度，研发费用同比增长 27%，研发费率为 4.1%，较去年提升 0.6 个百分点，整体仍相对可控。销售费用率录得 26.4%，去年同期 26.2%，行业竞争逐渐回归常态化。公司经营利润率 24.7%，同比基本持平，环比大幅改善。

维持“持有”评级和目标价 96 美元：我们调整公司 FY26E 收入预测至人民币 4,684 亿元，维持目标价 96 美元，对应 FY26E10x 市盈率。考虑到公司的国内电商业务相对于电商大盘优势不再，短期缺乏催化剂，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	468,359	534,203	585,774
经营利润	108,423	94,624	104,627	128,209	146,443
调整后净利润	122,344	107,301	96,662	125,810	141,388
调整后目标 PE (x)			10.0	7.7	6.8

E=浦银国际预测

资料来源：Bloomberg、浦银国际预测

赵丹

首席科技软件分析师
dan_zhao@spdbi.com
(852) 2808 6436

杨子超, CFA

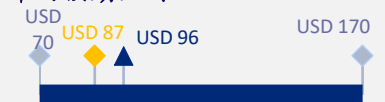
科技分析师
charles_yang@spdbi.com
(852) 2808 6409

2026 年 8 月 25 日

评级

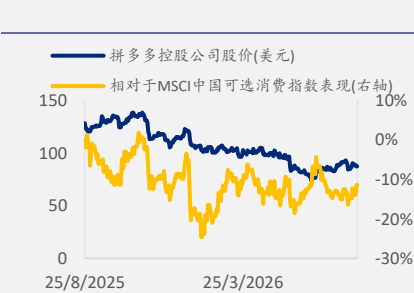
目标价 (美元)	96
潜在升幅/降幅	+10%
目前股价 (美元)	87.07
52 周内股价区间 (美元)	71.94-139.41
总市值 (百万美元)	123,935
近 3 月日均成交额 (百万美元)	728

市场预期区间



▲ SPDBI 目标价 ◆ 目前价 ◆ 市场预期区间
资料来源：Bloomberg、浦银国际

股价表现



注：截至 2026 年 8 月 24 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	468,359	534,203	585,774
收入成本	(153,900)	(188,802)	(202,579)	(229,707)	(246,025)
毛利率	239,936	243,044	265,780	304,495	339,749
研发费用	(12,659)	(16,496)	(19,609)	(18,697)	(20,502)
销售费用	(111,301)	(125,288)	(133,377)	(149,577)	(164,017)
管理费用	(7,553)	(6,636)	(8,167)	(8,013)	(8,787)
其他	-	-	-	-	-
经营利润	108,423	94,624	104,627	128,209	146,443
利息和投资收入	20,553	25,584	16,873	16,873	16,873
其他	3,708	760	(10,133)	-	-
税前利润	132,684	120,968	111,367	145,082	163,316
其他	17	129	(134)	-	-
所得税	(20,267)	(21,733)	(19,402)	(24,664)	(27,764)
净利润	112,435	99,364	91,831	120,418	135,553
调整后净利润	122,344	107,301	96,662	125,810	141,388

现金流量表

人民币百万元	FY24	FY25	FY26E	FY27E	FY28E
净利润	112,435	99,364	91,831	120,418	135,553
折旧及摊销	709	601	722	866	1,039
其他调整项	2,123	(394)	4,831	5,392	5,835
营运资金变动	6,663	7,367	10,216	8,580	6,548
经营现金流	121,929	106,939	107,600	135,257	148,975
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	72,563	106,678	125,452
年初现金及现金等价物	121,780	126,194	182,731	255,294	361,972
年末现金及现金等价物	126,194	182,731	255,294	361,972	487,424

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	181,464	288,141	413,593
应收款项	11,248	15,314	19,609	24,507	29,877
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	629,500	768,006	920,373
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	741,217	880,505	1,033,811
短期借款	5,410	-	-	-	-
应付账款	91,656	107,407	120,564	132,499	142,726
其他流动负债	91,357	104,808	106,161	107,704	109,397
流动负债合计	188,423	212,215	226,725	240,204	252,122
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	229,647	243,126	255,044
股本溢价	117,829	125,768	130,599	135,991	141,826
保留盈利及其他	195,484	289,139	380,971	501,388	636,941
权益总额	313,313	414,907	511,569	637,379	778,767

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%	8.5%	14.1%	9.7%
毛利润增速	53.9%	1.3%	9.4%	14.6%	11.6%
经营利润增速	84.7%	-12.7%	10.6%	22.5%	14.2%
净利润增速	87.3%	-11.6%	-7.6%	31.1%	12.6%
调整后净利润增速	80.2%	-12.3%	-9.9%	30.2%	12.4%
盈利能力比率					
毛利率	60.9%	56.3%	56.7%	57.0%	58.0%
经营利润率	27.5%	21.9%	22.3%	24.0%	25.0%
净利率	28.5%	23.0%	19.6%	22.5%	23.1%
调整后净利率	31.1%	24.8%	20.6%	23.6%	24.1%
每股指标 (元)					
基本EPS	80.9	71.4	62.1	81.4	91.7
摊薄EPS	75.9	67.0	62.3	81.7	92.0
调整后EPS	82.6	72.4	65.6	85.4	96.0
每股指标增速					
基本EPS增速	84.7%	-11.8%	-13.0%	31.1%	12.6%
摊薄EPS增速	86.0%	-11.7%	-7.0%	31.1%	12.6%
调整后EPS增速	78.9%	-12.4%	-9.3%	30.2%	12.4%
估值 (倍)					
调整后目标P/E			10.0	7.7	6.8
目标P/S			2.1	1.8	1.7
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 8 月 24 日收盘

资料来源：Bloomberg、浦银国际

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联属公司、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关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

