

2026 年 08 月 26 日

拼多多(PDD.US)

TEMU 业务调整持续，国内仍聚焦供给建设

拼多多 2 季度收入同比增速放缓至 8%，低于市场预期 2%，主要反映 TEMU 因海外合规环境调整而不及预期。经调整净利润同比下降 13%，略超市场预期。我们微调全年利润预测，维持增持评级。

报告摘要

2 季度利润略好于市场预期：总收入为 1,124 亿元(人民币,下同)，同比增 8%，略低于市场预期 2%，其中，在线营销及其他收入同比增 3%，好于市场预期 2%，我们认为反映国内主站企稳，交易服务收入同比增速放缓至 13%，低于市场预期 6%，我们认为主要反映 TEMU 业务低于市场预期，受海外监管调整影响。利润端，经调整经营利润 278 亿元，同比增 8%，好于市场预期；经调整净利润 285 亿元，同比降 13%，略高于市场预期 2%。截至今年 6 月，账面净现金 4,564 亿元，同比增 18%，较去年底增 8%。

TEMU 仍面临海外合规环境调整的影响：2026 年 7 月 1 日起，欧盟 150 欧元关税豁免正式取消，在两年的过渡期，订单按海关申报类目 HS 每类收取临时固定关税 3 欧元（若同一个订单有多个 HS 类目商品，则累计计算），2 年之后全部商品常规从价关税。对于 TEMU 而言，该项调整直接冲击 TEMU 在欧盟区域的低价小商品订单经济模型。公司正调整供应链履约流程，加快本地仓储与物流履约建设，拓展本地商户，托大本地商品供给。我们认为，海外监管调整对 TEMU 的业绩冲击短期或仍持续。

供应链建设战略维持不变：公司目前的战略重点仍是供应链建设及高质量增长，1) 千亿扶持计划：2025 年 4 月推出，面向产业带、白牌商家及农产品商家，给予流量补贴、费用减免、物流补贴等，目前进入投入见效阶段，我们认为对货币化率的同比冲击逐渐缓释，公司着眼长期生态健康。2) 自营品牌新拼姆今年出正式落地，整合拼多多和 TEMU 供应链资源，面向全球市场开展自营品牌业务，目标为三年再造一个拼多多，具体模式为国内产业带工厂做产品研发、定制、生产、采购，货源全部来自中国供应链。晚点 LatePost 援引知情人士消息报道，首批新拼姆自营商品预计今年 Q3 正式在 TEMU 上线。此外，公司明确不投入即时零售，资源聚焦在优势领域。

财务预测及估值：我们预计 2026 年总收入同比增 9%，其中在线营销及其他服务/交易服务同比增 3%/14%，微调全年净利润预测，预计全年经调整净利润同比降 4%至 1,032 亿元，利润率 22%。考虑互联网板块估值水平变化及公司前景，给予 9 倍 2026 年市盈率，目标价调整至 97 美元（前值：117 美元），维持**增持**评级。商户供给生态改造及自营品牌建设为长周期投入，公司现金储备充裕，以短期变现率及利润率的下降，换取长期生态健康和内生增长潜力。国内主站仍受消费预期疲弱影响，海外 TEMU 面临短期业务调整。

风险：消费疲弱预期；国内电商竞争加剧；利润波动大于预期。

财务及估值摘要

财年截止12月31日	2024	2025	2026E	2027E	2028E
收入(百万元)	393,836	431,846	468,958	517,837	568,990
同比(%)	59.0%	9.7%	8.6%	10.4%	9.9%
经调整净利润(百万元)	122,344	107,301	103,220	124,717	136,907
同比(%)	80.2%	-12.3%	-3.8%	20.8%	9.8%
净利润率(%)	31.1%	24.8%	22.0%	24.1%	24.1%
市盈率(倍)	6.9	7.8	8.1	6.7	6.1
市销率(倍)	2.1	1.9	1.8	1.6	1.5
净资产收益率(%)	36%	24%	23%	23%	21%

数据来源：公司财报，国投证券国际预测

公司动态分析

证券研究报告

软件与互联网

投资评级：**增持**

维持 评级

6 个月目标价 **97 美元**

股价(2026-08-25) **87.75 美元**

总市值(百万美元)	124,903
流通市值(百万美元)	124,903
总股本(百万股)	1,423
流通股本(百万股)	1,423
12 个月低/高(美元)	73.3/138.13
平均成交(百万美元)	874

股东结构

黄峥	24.8%
腾讯(700.HK)	13.8%
其他	61.4%

股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	2.58	-11.30	-47.92
绝对收益	6.16	-9.20	-29.18

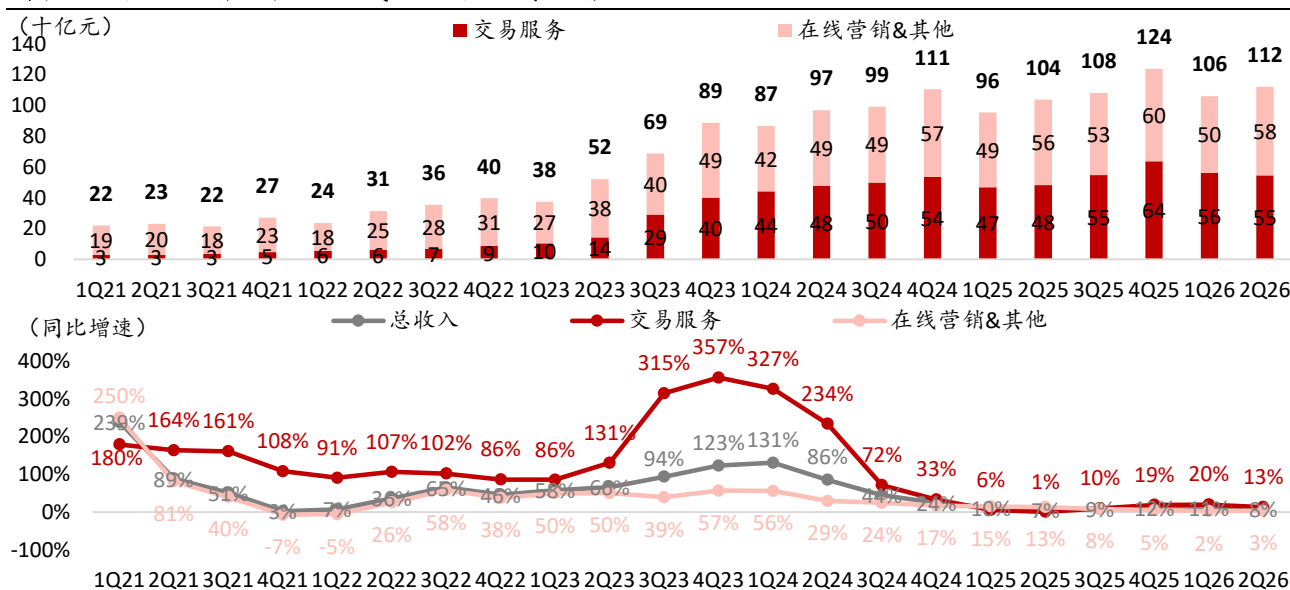
数据来源：万得，彭博，国投证券国际

王婷

tinawang@sdicsi.com.hk

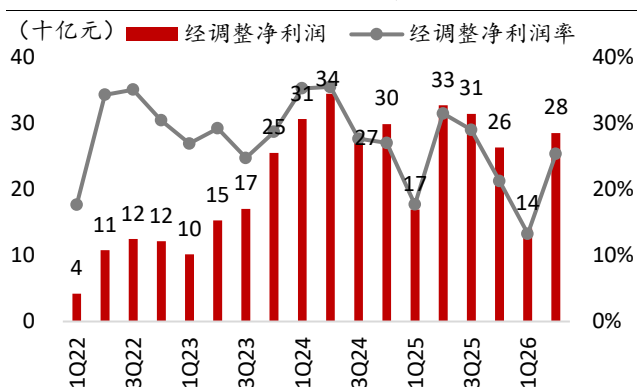
2026 年 2 季度业绩概览

图表 1: 收入及增速表现: 2Q26 总收入同比增 8%



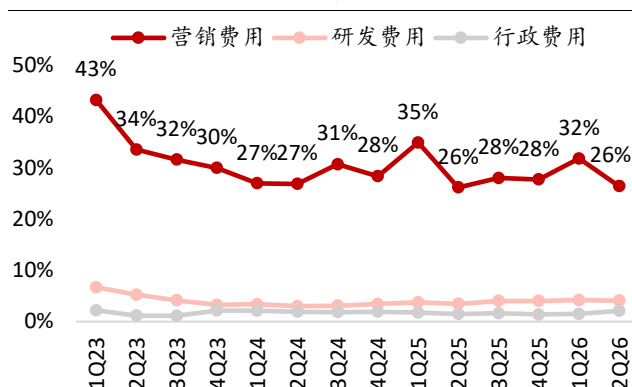
资料来源: 公司财报, 国投证券国际

图表 2: 2Q26 经调整净利润率为 25%



资料来源: 公司财报, 国投证券国际

图表 3: 2Q26 营销费用率为 26%



资料来源: 公司财报, 国投证券国际

财务预测更新

图表 4：利润表预测更新

拼多多 (PDD. US) 百万元	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26E	2025	2026E	2027E	2028E
总收入	108,277	123,912	106,229	112,358	116,634	431,846	468,958	517,837	568,990
同比	9%	12%	11%	8%	8%	10%	9%	10%	10%
在线营销及其他	53,348	60,010	49,936	57,637	55,182	217,783	224,778	244,901	266,242
同比	8%	5%	2%	3%	3%	10%	3%	9%	9%
交易服务	54,929	63,902	56,293	54,721	61,452	214,063	244,180	272,936	302,748
同比	10%	19%	20%	13%	12%	9.3%	14%	12%	11%
营业成本	-46,840	-55,156	-46,893	-48,017	-50,339	-188,802	-204,911	-231,447	-256,273
毛利	61,436	68,757	59,336	64,341	66,295	243,044	264,046	286,389	312,716
毛利率	56.7%	55.5%	55.9%	57.3%	56.8%	56.3%	56.3%	55.3%	55.0%
营销费用	-30,323	-34,352	-33,773	-29,668	-32,803	-125,288	-133,454	-149,435	-163,628
同比	-1%	10%	1%	9%	8%	13%	7%	12%	9%
行政费用	-1,755	-1,690	-1,579	-2,342	-1,891	-6,636	-7,636	-7,914	-8,127
同比	-3%	-19%	-5%	53%	8%	-12%	15%	4%	3%
研发费用	-4,332	-4,995	-4,418	-4,567	-5,331	-16,496	-20,376	-22,975	-25,244
同比	41%	32%	23%	27%	23%	30%	24%	13%	10%
经营利润	25,026	27,720	19,566	27,764	26,269	94,624	102,581	106,065	115,717
经营利润率	23.1%	22.4%	18.4%	24.7%	22.5%	21.9%	21.9%	20.5%	20.3%
净利润	29,328	24,541	12,547	27,182	27,244	99,364	96,642	117,568	127,177
净利润率	27.1%	19.8%	11.8%	24.2%	23.4%	23.0%	20.6%	22.7%	22.4%
经调整经营利润	27,079	29,474	21,090	29,071	27,626	102,561	108,324	112,797	124,821
Adj. OPM	25.0%	23.8%	19.9%	25.9%	23.7%	23.7%	23.1%	21.8%	21.9%
经调整净利润	31,382	26,295	14,071	28,489	28,745	107,301	103,220	124,717	136,907
Adj. NPM	29.0%	21.2%	13.2%	25.4%	24.6%	24.8%	22.0%	24.1%	24.1%

资料来源：公司财报，国投证券国际预测

附表：财务报表预测

利润表						资产负债表					
(百万元)	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	(百万元)	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	393,836	431,846	468,958	517,837	568,990	现金及现金等价物	57,768	108,901	132,772	184,328	217,239
营业成本	-153,900	-188,802	-204,911	-231,447	-256,273	受限制现金	68,426	73,831	80,176	88,532	97,278
毛利润	239,936	243,044	264,046	286,389	312,716	短期投资	273,792	313,408	347,883	386,150	428,626
销售费用	-111,301	-125,288	-133,454	-149,435	-163,628	预付账款及其他	15,662	22,841	23,766	27,944	30,704
研发费用	-12,659	-16,496	-20,376	-22,975	-25,244	流动资产总额	415,648	518,980	584,596	686,953	773,847
行政费用	-7,553	-6,636	-7,636	-7,914	-8,127	物业、厂房及设备	879	1,306	1,440	1,438	1,683
经营利润	108,423	94,624	102,581	106,065	115,717	使用权资产	5,064	4,863	4,690	5,178	5,690
利息及其他	20,553	25,584	35,832	37,623	39,504	无形资产	19	15	2,345	2,589	2,845
税前利润	132,684	120,968	122,375	143,389	155,110	其他非流动资产	83,423	104,880	65,841	77,882	85,575
所得税	-20,267	-21,733	-25,546	-25,810	-27,920	总资产	505,034	630,044	658,912	774,040	869,639
净利润	112,435	99,364	96,642	117,568	127,177	应付商户款项	91,656	107,407	122,444	138,362	152,198
经调整净利润	122,344	107,301	103,220	124,717	136,907	应计费用及其他负债	69,142	80,136	86,974	98,237	108,774
						商户保证金	16,461	17,708	20,187	22,812	25,093
						其他应付账款	11,164	6,964	7,562	8,380	9,219
						流动负债总额	188,423	212,215	237,167	267,790	295,284
						租赁负债	3,192	2,880	2,967	3,056	3,147
						其他非流动负债	107	42	43	44	46
						总负债	191,721	215,137	240,176	270,890	298,477
						普通股	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
						实收资本	117,829	125,768	128,639	132,005	136,557
						留存收益	187,421	285,685	382,327	499,895	627,072
						股东权益总额	313,313	414,907	418,735	503,150	571,163
						负债及权益总额	505,034	630,044	658,912	774,040	869,639
主要财务比率						现金流量简表					
	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	(百万元)	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
P/E(x)*	6.9	7.8	8.1	6.7	6.1	经营活动现金流	121,929	106,939	113,789	137,344	133,266
P/B(x)	2.7	2.0	2.0	1.7	1.5	投资活动现金流	-118,356	-43,423	-78,456	-73,264	-87,721
毛利率	60.9%	56.3%	56.3%	55.3%	55.0%	融资活动现金流	1	-5,227	-4,705	-3,764	-3,456
净利率	28.5%	23.0%	20.6%	22.7%	22.4%	期初现金	121,780	126,194	182,731	212,948	272,860
营销费率	28.3%	29.0%	28.5%	28.9%	28.8%	期末现金	126,194	182,731	212,948	272,860	314,517
研发费用率	3.2%	3.8%	4.3%	4.4%	4.4%						
管理费用率	1.9%	1.5%	1.6%	1.5%	1.4%						
经营费用率	33.4%	34.4%	34.4%	34.8%	34.6%						
经营利润率	27.5%	21.9%	21.9%	20.5%	20.3%						
ROE	35.9%	23.9%	23.1%	23.4%	22.3%						
ROA	22.3%	15.8%	14.7%	15.2%	14.6%						
资产权益比	161%	152%	157%	154%	152%						

资料来源：公司财报，国投证券国际预测（注：市盈率基于经调整净利润；财年截至12月31日）

客户服务热线

香港: 2213 1888

国内: 40086 95517

免责声明

此报告只提供给阁下作参考用途,并非作为或被视为出售或购买或认购证券的邀请或向任何特定人士作出邀请。此报告内所提到的证券可能在某些地区不能出售。此报告所载的资料由国投证券(香港)有限公司(国投证券国际)编写。此报告所载资料的来源皆被国投证券国际认为可靠。此报告所载的见解,分析,预测,推断和期望都是以这些可靠数据为基础,只是代表观点的表达。国投证券国际,其母公司和/或附属公司或任何个人不能担保其准确性或完整性。此报告所载的资料、意见及推测反映国投证券国际于最初发此报告日期当日的判断,可随时更改而毋须另行通知。国投证券国际,其母公司或任何其附属公司不会对因使用此报告内之材料而引致任何人士的直接或间接或相关之损失负上任何责任。

此报告内所提到的任何投资都可能涉及相当大的风险,若干投资可能不易变卖,而且也可能不适合所有的投资者。此报告中所提到的投资价值或从中获得的收入可能会受汇率影响而波动。过去的表现不能代表未来的业绩。此报告没有把任何投资者的投资目标,财务状况或特殊需求考虑进去。投资者不应仅依靠此报告,而应按照自己的判断作出投资决定。投资者依据此报告的建议而作出任何投资行动前,应咨询专业意见。

国投证券国际及其高级职员、董事、员工,可能不时地,在相关的法律、规则或规定的许可下(1)持有或买卖此报告中所提到的公司的证券,(2)进行与此报告内容相异的仓盘买卖,(3)与此报告所提到的任何公司存在顾问,投资银行,或其他金融服务业务关系,(4)又或可能已经向此报告所提到的公司提供了大量的建议或投资服务。投资银行或资产管理可能作出与此报告相反投资决定或持有与此报告不同或相反意见。此报告的意见亦可能与销售人员、交易员或其他集团成员专业人员的意见不同或相反。国投证券国际,其母公司和/或附属公司的一位或多位董事,高级职员和/或员工可能是此报告提到的证券发行人的董事或高级人员。(5)可能涉及此报告所提到的公司的证券进行自营或庄家活动。

此报告对于收件人来说是完全机密的文件。此报告的全部或任何部分均严禁以任何方式再分发予任何人士,尤其(但不限于)此报告及其任何副本均不可被带往或传送至日本、加拿大或美国,或直接或间接分发至美国或任何美国人士(根据1933年美国证券法S规则的解释),国投证券国际也没有任何意图派发此报告给那些居住在法律或政策不允许派发或发布此报告的地方的人。

收件人应注意国投证券国际可能会与本报告所提及的股票发行人进行业务往来或不时自行及/或代表其客户持有该等股票的权益。因此,投资者应注意国投证券国际可能存在影响本报告客观性的利益冲突,而国投证券国际将不会因此而负上任何责任。

此报告受到版权和资料全面保护。除非获得国投证券国际的授权,任何人不得以任何目的复制,派发或出版此报告。国投证券国际保留一切权利。

规范性披露

- 本研究报告的分析员或其有联系者(参照证监会持牌人守则中的定义)并未担任此报告提到的上市公司的董事或高级职员。
- 本研究报告的分析员或其有联系者(参照证监会持牌人守则中的定义)并未拥有此报告提到的上市公司有关的任何财务权益。
- 国投证券国际拥有此报告提到的上市公司的财务权益少于1%或完全不拥有该上市公司的财务权益。

公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 预期未来6个月的投资收益率为15%以上;
- 增持 — 预期未来6个月的投资收益率为5%至15%;
- 中性 — 预期未来6个月的投资收益率为-5%至5%;
- 减持 — 预期未来6个月的投资收益率为-5%至-15%;
- 卖出 — 预期未来6个月的投资收益率为-15%以下。

国投证券(香港)有限公司

地址: 香港中环交易广场第一座三十九楼

电话: +852-2213 1000

传真: +852-2213 1010