

拼多多 (PDD.O)

优于大市

26Q2 财报点评：费用率保持稳健，持续推进生态治理

核心观点

收入端：国内电商增长企稳，海外受监管等因素影响承压。26Q2 拼多多收入 1124 亿元，同比+8%，其中在线营销服务 yoy+3%，部分由于收入口径调整，部分受到消费大盘疲软影响（26Q2 网上商品零售额同比+2.3%，环比回落），但预计 GMV 增长仍然好于行业平均水平；交易服务收入 yoy+13%，判断主要是 Temu 在海外监管压力等因素下增速环比下滑，7 月 1 日起欧盟取消 150 欧元以下进口商品免税门槛，并征收每件 3 欧元临时关税，预计也将对 Temu 后续增长产生一定扰动。此外，公司积极布局品牌自营业务，后续将在平台和供应链具备独特优势的核心品类上进行发力。

利润端：持续加大平台治理，费用率整体保持稳定，净利润受到罚款等因素影响。26Q2 拼多多毛利率为 57%，同比+1.4pct，环比+1.4pct，销售费用率为 26.4%，同比-0.6pct，整体保持稳定，研发费用率 4.1%，同比+0.6pct，今年以来公司增加研发费用的投入，迭代升级技术防控体系，并大幅扩充专项治理团队。non-GAAP 营业利润 291 亿元，同比+5%，non-GAAP OPM 为 26%。non-GAAP 净利润 285 亿，yoy-13%，non-GAAP 净利率为 27%，主要由于其他收入从去年同期 1.2 亿元转为本季度亏 74 亿元，其中包括 Temu 受到欧盟针对商品安全问题的 2 亿欧元罚款。公司强调上半年在日常运营中不断强化生态系统治理，将合规视为一项根本要素，并全力致力于保护消费者权益并构建持久的信任关系。

投资建议：公司持续推进生态治理，费用率保持稳健，但考虑到国内消费环境整体表现相对疲软以及海外面临的关税等政策压力，我们调整 2026-2028 年收入为 4712/5236/5893 亿元，同比+9%/11%/13%，调整幅度为 -6%/15%/-20%；综合考虑罚款等因素的影响，调整 non-GAAP 净利润为 1043/1239/1360 亿元，调整幅度为-11%/-12%/-18%，，对应当前 PE 为 9x/7x/7x，维持“优于大市”评级。

风险提示：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	471,224	523,560	589,291
(+/-%)	59.0%	9.7%	9.1%	11.1%	12.6%
净利润(百万元)-经调整	122344	107567	104345	123876	136041
(+/-%)	80%	-12.1%	-3.0%	18.7%	9.8%
每股收益(元)-经调整	25.68	18.81	18.60	22.08	24.25
EBIT Margin	27.5%	21.9%	21.9%	20.9%	20.9%
净资产收益率 (ROE)	35.9%	23.6%	20.2%	18.0%	16.7%
市盈率 (PE)	6.2	8.5	8.6	7.2	6.6
EV/EBITDA	4.1	5.5	5.6	5.9	5.9
市净率 (PB)	2.42	2.20	1.72	1.41	1.18

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

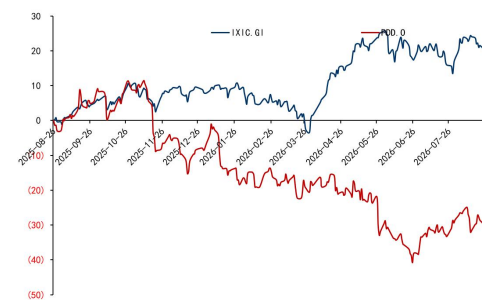
互联网 · 互联网 II

证券分析师：张伦可 证券分析师：张昊晨
0755-81982651
zhanglunke@guosen.com.cn zhanghaochen1@guosen.com.cn
S0980521120004 S0980525010001

基础数据

投资评级 优于大市(维持)
合理估值
收盘价 87.75 美元
总市值/流通市值 124903/124903 百万美元
52 周最高价/最低价 139.41/71.94 美元
近 3 个月日均成交额 680 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

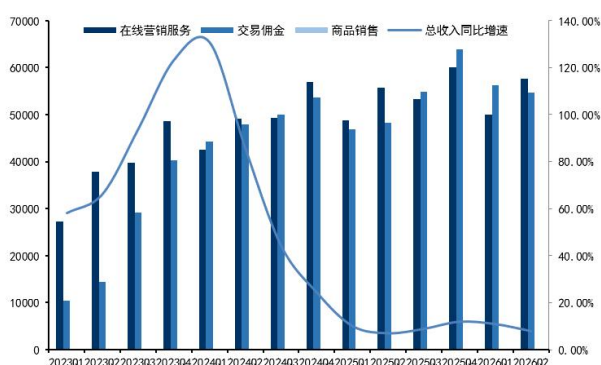
《拼多多 (PDD.O) -2026Q1 财报点评：国内广告收入增速持续放缓，其他损益影响净利释放》——2026-05-28
《拼多多 (PDD.O) -2025Q4 财报点评：成立新拼姆公司布局海外自营，持续投入供应链》——2026-03-30
《拼多多 (PDD.O) -2025Q3 财报点评：国补逐步退坡，营业利润企稳》——2025-11-20
《拼多多 (PDD.O) -2025Q2 财报点评：利润表现亮眼，继续坚持投资电商生态》——2025-08-26
《拼多多 (PDD.O) -2025Q1 财报点评：投入加大叠加关税影响，Q1 业绩承压》——2025-05-29

整体表现：费用率保持稳健，持续推进生态治理

收入端：国内电商增长企稳，海外受监管等因素影响承压。26Q2 拼多多收入 1124 亿元，同比+8%，其中在线营销服务 yoy+3%，部分由于收入口径调整，部分受到消费大盘疲软影响（26Q2 网上商品零售额同比+2.3%，环比回落），但预计 GMV 增长仍然好于行业平均水平；交易服务收入 yoy+13%，判断主要是 Temu 在海外监管压力等因素下增速环比下滑，7 月 1 日起欧盟取消 150 欧元以下进口商品免税门槛，并征收每件 3 欧元临时关税，预计也将对 Temu 后续增长产生一定扰动。此外，公司积极布局品牌自营业，后续将在平台和供应链具备独特优势的核心品类上进行发力。

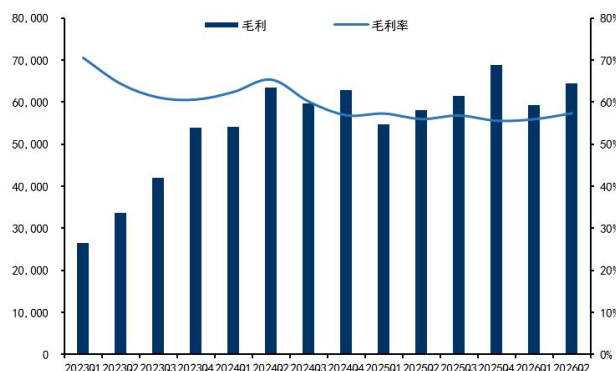
利润端：持续加大平台治理，费用率整体保持稳定，净利润受到罚款等因素影响。26Q2 拼多多毛利率为 57%，同比+1.4pct，环比+1.4pct，销售费用率为 26.4%，同比-0.6pct，整体保持稳定，研发费用率 4.1%，同比+0.6pct，今年以来公司增加研发费用的投入，迭代升级技术防控体系，并大幅扩充专项治理团队。non-GAAP 营业利润 291 亿元，同比+5%，non-GAAP OPM 为 26%。non-GAAP 净利润 285 亿，yoy-13%，non-GAAP 净利润率为 27%，主要由于其他收入从去年同期 1.2 亿元转为本季度亏 74 亿元，其中包括 Temu 受到欧盟针对商品安全问题的 2 亿欧元罚款。公司强调上半年在日常运营中不断强化生态系统治理，将合规视为一项根本要务，并全力致力于保护消费者权益并构建持久的信任关系。

图1：拼多多季度分部营业收入及增速（百万元，%）



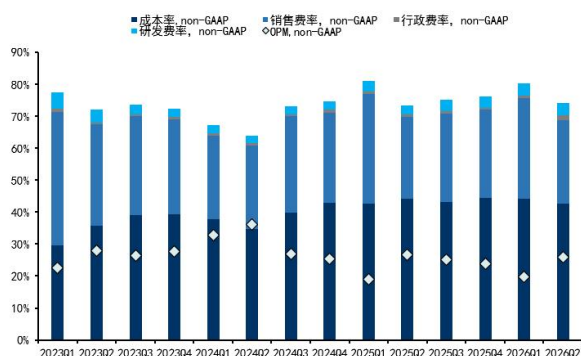
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：拼多多季度毛利及毛利率变化情况（百万元，%）



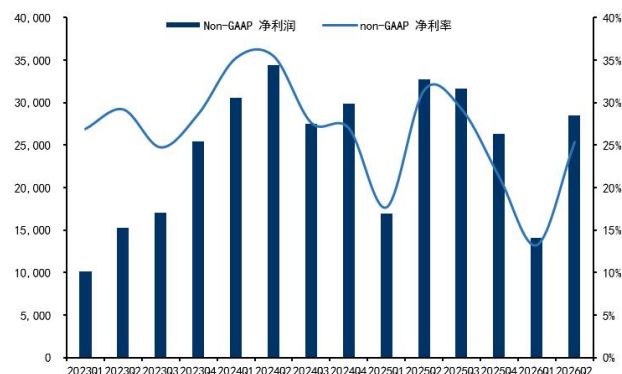
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3: 拼多多经调整各项费用率和 OPM 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

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	309930	402036	501553	营业收入	393836	431846	471224	523560	589291
应收款项	12006	15314	16711	18567	20898	营业成本	153900	188802	205899	239238	269273
存货净额	0	0	1127	1309	1473	营业税金及附加	0	0	0	0	0
其他流动资产	72082	81357	88776	98636	111019	销售费用	111301	125288	133810	143436	161443
流动资产合计	415648	518980	775299	931213	1105029	管理费用	20212	23132	28324	31479	35437
固定资产	879	1306	4897	8490	12056	财务净开支	(20779)	(25656)	(24221)	(27811)	(30592)
无形资产及其他	19	15	62	102	137	投资收益	17	0	63	63	63
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)	(1076)	362	464
资产总计	505034	630044	890001	1049548	1226965	营业利润	132113	121413	129126	140371	156984
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	129126	140372	156984
其他流动负债	132028	213737	367748	413803	465710	所得税费用	20267	21733	24790	26949	30138
流动负债合计	188423	213737	369734	416235	467183	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	104336	113423	126845
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	104336	113423	126845
负债合计	191721	216659	372280	418404	468976	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	517721	631144	757989	财务费用	(20779)	(25656)	(24221)	(27811)	(30592)
负债和股东权益总计	505034	630044	890001	1049548	1226965	营运资本变动	(11253)	(3591)	143693	33780	36652
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	18.60	22.08	24.25	经营活动现金流	121929	106939	245586	144825	161214
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	92.28	112.50	135.11	其它投资现金流	(116376)	(39616)	(45348)	(51910)	(59420)
ROE	36%	24%	20%	18%	17%	投资活动现金流	(118356)	(43423)	(46543)	(53164)	(60738)
毛利率	61%	56%	56%	54%	54%	其它融资现金流	(7473)	5230	1986	446	(959)
EBIT Margin	28%	22%	22%	21%	21%	融资活动现金流	1	(5227)	1986	446	(959)
EBITDA Margin	28%	22%	22%	21%	21%	现金净变动	(2026)	51133	201029	92107	99517
收入增长	59%	10%	9%	11%	13%	货币资金的期初余额	59794	57768	108901	309930	402036
净利润增长率	87%	-13%	7%	9%	12%	货币资金的期末余额	57768	108901	309930	402036	501553
资产负债率	38%	34%	42%	40%	38%	企业自由现金流	82106	70663	226165	121288	135292
股息率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	权益自由现金流	86816	96822	248823	144206	159051
P/E-经调整	6.2	8.5	8.6	7.2	6.6						
P/B	2	2	2	1	1						
EV/EBITDA	4	6	6	6	6						

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 $\pm 10\%$ 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 $\pm 10\%$ 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所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