

拼多多 (PDD)

2026Q2 业绩点评：业绩表现分化，长期能力建设提速

买入（维持）

2026 年 08 月 27 日

证券分析师 张良卫

执业证书：S0600516070001

021-60199793

zhanglw@dwzq.com.cn

证券分析师 张家琦

执业证书：S0600521070001

zhangjiaqi@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入（百万元）	393,836	431,846	462,808	518,712	560,761
同比（%）	59.04	9.65	17.51	12.08	8.11
归母净利润（百万元）	112,435	99,364	105,579	114,249	121,198
同比（%）	87.31	(11.62)	6.25	8.21	6.08
Non-GAAP 净利润（百万元）	122,344	107,301	99,504	124,491	145,798
同比（%）	80.18	(12.29)	(7.27)	25.11	17.12
EPS-最新摊薄（元/股）	19.75	17.45	18.54	20.07	21.29
P/E（现价&最新摊薄）	4.44	5.03	4.73	4.37	4.12
PE（Non-GAAP）	4.08	4.66	5.02	4.01	3.43

投资要点

- **整体营收不及预期，利润略超预期，盈利能力承压：**2026Q2 拼多多实现营收 1123.6 亿元（yoy+8%），低于 8 月 24 日市场一致预期的 1152.0 亿元；Non-GAAP 归母净利润为 284.9 亿元（yoy-13%），略高于 8 月 24 日市场预期的 280.2 亿元。经调整归母净利润率为 25.4%，较 2025Q2 的 31.5%同比下滑 6.1pct。
- **在线营销服务低位增长，交易服务收入增速回落：**2026Q2 在线营销服务及其他收入 576.4 亿元（yoy+4%），高于市场预期的 567.2 亿元；交易服务收入 547.2 亿元（yoy+13%），低于市场预期的 583.6 亿元。
- **成本费用上升，毛利率回升：**2026Q2 公司营业成本为 480.2 亿元（yoy+5%），总运营费用为 365.8 亿元（yoy+13%），主要由于销售及营销费用增加；毛利率为 57.3%，同比上升 1.4pct；销售费用率为 26.4%（yoy+0.2pct），管理费用率为 2.1%（yoy+0.6pct），研发费用率为 4.1%（yoy+0.6pct）。
- **全球化短期承压，供应链与本地化投入支撑长期发展：**公司表示欧盟小额跨境包裹征税等监管变化，短期将导致跨境电商订单履约效率下降、成本上升，并对相关业务增长造成一定影响；公司将通过引入本土优质商家、布局本地化仓储履约和中转设施、扩大本地发货覆盖面等方式提升供应链韧性。国内方面，千亿扶持计划已逐步进入产业效率释放阶段，公司将继续通过新质供给、多多好特产、送货进村及电商西进等项目改善商家经营、提升供给质量和履约体验，推动平台长期内生增长。
- **盈利预测与投资评级：**考虑公司 2026Q2 营收不及预期，在线营销服务处于低位增长，交易服务收入增速有所回落，同时公司持续加大生态、供应链及海外本地化履约投入，预计短期盈利仍将承压。我们将 FY26-28 Non-GAAP 归母净利润预测由 125,843/151,798/174,405 百万元下调至 99,504/124,491/145,798 百万元，对应 PE（Non-GAAP）为 5.0/4.0/3.4 倍（美元/人民币=6.72，2026/8/27 当日汇率，每 ADR=四股股票）。我们认为尽管 2026 年盈利预计有所下滑，但公司毛利率和经营现金流表现稳健，充足现金储备有助于支持生态治理、供应链建设及全球化业务投入，维持“买入”评级。
- **风险提示：**收入增长放缓风险，生态及供应链投入回报不及预期风险，海外监管及跨境履约风险。

股价走势



市场数据

收盘价(美元)	87.75
一年最低/最高价	71.94/139.41
市净率(倍)	1.90
流通市值(百万美元)	124900
总市值(百万美元)	124900

基础数据

每股净资产(美元,LF)	46.18
资产负债率(%，LF)	32.50
总股本(百万股)	5693.59
流通 A 股(百万股)	5693.59

相关研究

- 《拼多多(PDD)：2025Q4 业绩点评：营收稳健增长，供应链投入持续加码》
2026-04-07
- 《拼多多(PDD)：2025Q3 业绩点评：业绩超预期，跨境业务恢复》
2025-11-22

内容目录

- 1. 整体营收不及预期，利润略超预期，盈利能力承压4
 - 1.1. 在线营销服务低位增长，交易服务收入增速回落.....4
- 2. 成本费用上升，毛利率回升4
- 3. 盈利预测与投资评级6
- 4. 风险提示6

图表目录

图 1： 公司营收及增速（百万元）4

图 2： 公司 Non-GAAP 归母净利润及净利润率（百万元）4

图 3： 公司营收结构（百万元）4

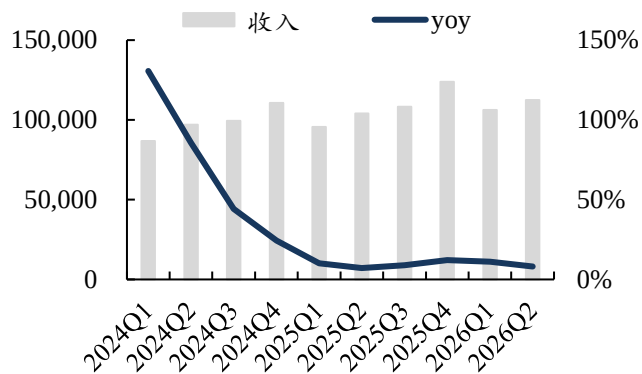
图 4： 毛利率情况.....5

图 5： 公司费用率情况.....5

1. 整体营收不及预期，利润略超预期，盈利能力承压

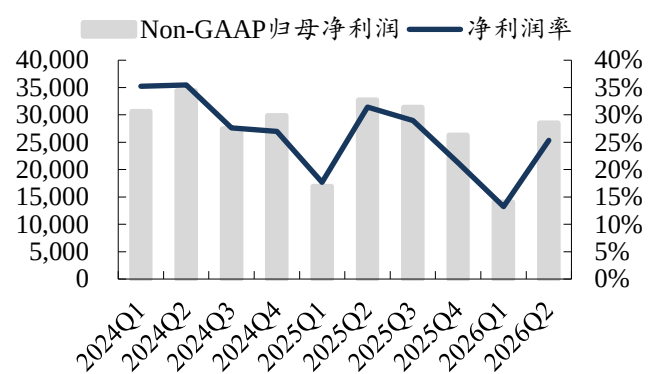
2026Q2 拼多多实现营收 1123.6 亿元 (yoy+8%)，低于 8 月 24 日市场一致预期的 1152.0 亿元；Non-GAAP 归母净利润为 284.9 亿元 (yoy-13%)，略高于 8 月 24 日市场预期的 280.2 亿元。经调整归母净利润率为 25.4%，较 2025Q2 的 31.5% 同比下滑 6.1pct。

图1：公司营收及增速（百万元）



数据来源：公司财报，东吴证券研究所

图2：公司 Non-GAAP 归母净利润及净利润率（百万元）

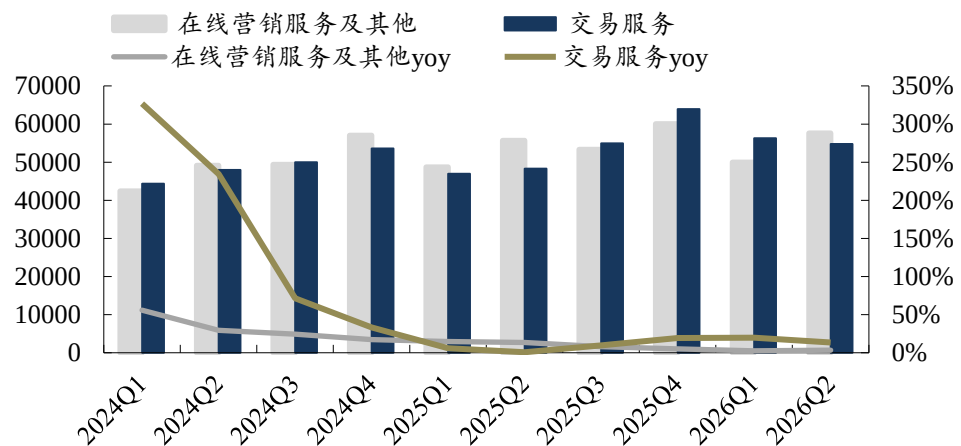


数据来源：公司财报，东吴证券研究所

1.1. 在线营销服务低位增长，交易服务收入增速回落

2026Q2 在线营销服务及其他收入 576.4 亿元 (yoy+4%)，高于市场预期的 567.2 亿元；交易服务收入 547.2 亿元 (yoy+13%)，低于市场预期的 583.6 亿元。

图3：公司营收结构（百万元）



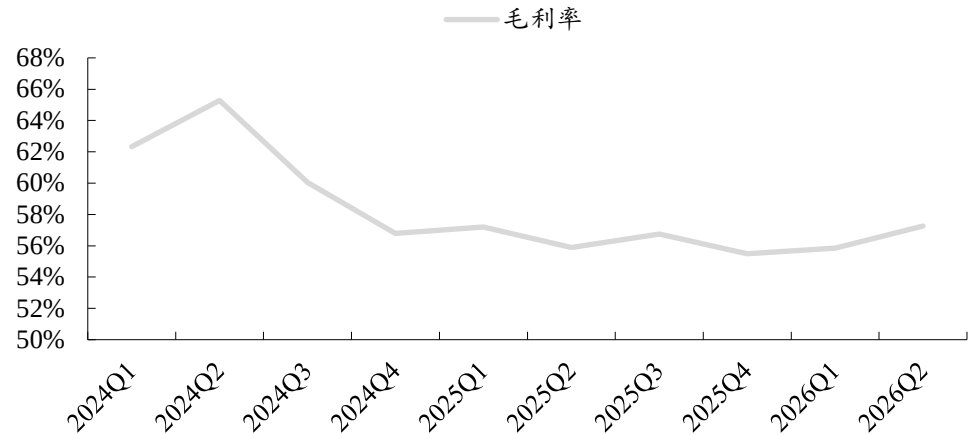
数据来源：公司财报，东吴证券研究所

2. 成本费用上升，毛利率回升

2026Q2 公司营业成本为 480.2 亿元 (yoy+5%)，总运营费用为 365.8 亿元 (yoy+13%)，主要由于销售及营销费用增加；毛利率为 57.3%，同比上升 1.4pct；销售费用率为 26.4%

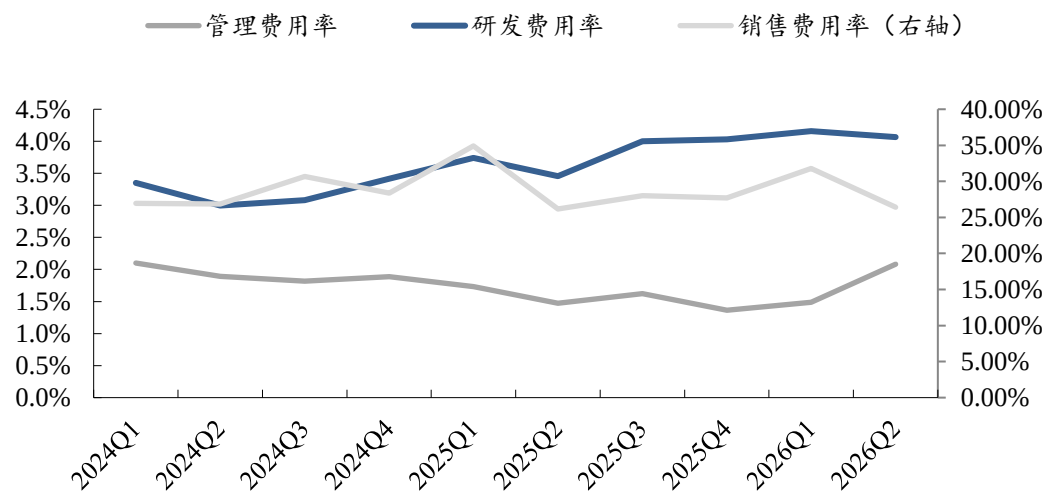
(yoy+0.2pct)，管理费用率为 2.1% (yoy+0.6pct)，研发费用率为 4.1% (yoy+0.6pct)。

图4：毛利率情况



数据来源：公司财报，东吴证券研究所

图5：公司费用率情况



数据来源：公司财报，东吴证券研究所

3. 盈利预测与投资评级

考虑公司 2026Q2 营收不及预期，在线营销服务处于低位增长，交易服务收入增速有所回落，同时公司持续加大生态、供应链及海外本地化履约投入，预计短期盈利仍将承压。我们将 FY26-28 Non-GAAP 归母净利润预测由 125,843/151,798/174,405 百万元下调至 99,504/124,491/145,798 百万元，对应 PE (Non-GAAP) 为 5.0/4.0/3.4 倍（美元/人民币=6.72，2026/8/27 当日汇率，每 ADR=四股股票）。我们认为尽管 2026 年盈利预计有所下滑，但公司毛利率和经营现金流表现稳健，充足现金储备有助于支持生态治理、供应链建设及全球化业务投入，维持“买入”评级。

4. 风险提示

1. 收入增长放缓风险：电商行业用户和流量增长趋缓，平台竞争逐渐延伸至价格、供给、履约和品牌等多个环节。若消费需求、商家投放意愿或平台交易活跃度走弱，可能进一步拖累收入增速和平台货币化能力；同时，公司持续投入生态建设也可能对短期利润率造成压力。

2. 生态及供应链投入回报不及预期风险：公司持续推进千亿扶持、商品供给升级、送货进村、电商西进、品牌自营及本地化履约等项目，相关投入建设周期较长且回报存在不确定性。若商家经营改善、优质供给转化、订单增长和履约效率提升不及预期，相关投入可能难以有效转化为收入增长，导致费用率上升、盈利能力承压。

3. 海外监管及跨境履约风险：欧盟针对小额跨境包裹征收过渡性关税等政策变化，短期可能降低跨境电商订单履约效率并推高运营成本；此外，各海外市场在关税、税务、数据、知识产权和消费者保护等方面的监管要求存在差异。若相关政策进一步收紧，可能影响海外订单增长、商家供给和业务盈利能力，并增加公司本地化仓储、履约及合规投入。

拼多多三大财务预测表

资产负债表 (百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E	利润表 (百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	518,979.89	677,235.88	760,316.18	860,453.61	营业总收入	431,845.71	462,808.22	518,712.23	560,760.93
现金及现金等价物	108,900.59	254,027.13	325,322.85	414,872.64	营业成本	188,801.75	194,379.45	216,821.71	233,276.55
应收账款及票据	15,314.00	17,239.42	17,843.21	20,021.11	销售费用	125,287.93	129,586.30	150,426.55	168,228.28
存货	0.00	0.00	0.00	0.00	管理费用	6,635.80	6,942.12	10,374.24	11,215.22
其他流动资产	394,765.31	405,969.33	417,150.13	425,559.87	研发费用	16,496.16	18,512.33	20,748.49	22,430.44
非流动资产	111,064.44	110,607.32	110,310.19	110,117.06	其他费用	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	1,306.04	848.93	551.80	358.67	经营利润	94,624.06	113,388.02	120,341.24	125,610.45
商誉及无形资产	15.39	15.39	15.39	15.39	利息收入	25,583.85	9,136.57	12,701.36	16,266.14
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	利息支出	0.00	15.00	30.00	30.00
其他长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	其他收益	889.32	4,035.56	3,969.19	4,240.54
其他非流动资产	109,743.00	109,743.00	109,743.00	109,743.00	利润总额	121,097.23	126,545.15	136,981.78	146,087.13
资产总计	630,044.33	787,843.20	870,626.37	970,570.68	所得税	21,732.76	20,966.64	22,733.28	24,888.80
流动负债	212,215.00	268,883.90	223,440.86	171,780.72	净利润	99,364.47	105,578.51	114,248.51	121,198.32
短期借款	0.00	5,309.60	5,309.60	5,309.60	少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款及票据	32,663.00	28,280.33	28,280.33	28,280.33	归属母公司净利润	99,364.47	105,578.51	114,248.51	121,198.32
其他	179,552.00	235,293.98	189,850.93	138,190.80	EBIT	95,513.38	117,423.58	124,310.43	129,850.99
非流动负债	2,922.00	2,922.00	2,922.00	2,922.00	EBITDA	96,438.99	118,349.19	125,347.85	130,972.51
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	Non-GAAP	107,301.47	99,503.77	124,490.93	145,797.84
其他	2,922.00	2,922.00	2,922.00	2,922.00					
负债合计	215,137.00	271,805.90	226,362.86	174,702.72					
股本	0.18	0.18	0.18	0.18	主要财务比率	2025A	2026E	2027E	2028E
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	每股收益(元)	17.45	18.54	20.07	21.29
归属母公司股东权益	414,907.09	516,037.29	644,263.52	795,867.96	每股净资产(元)	292.26	362.54	452.62	559.13
负债和股东权益	630,044.33	787,843.20	870,626.37	970,570.68	发行在外股份(百万股)	5,693.59	5,693.59	5,693.59	5,693.59
					ROIC(%)	22.44	23.33	17.71	14.85
					ROE(%)	23.95	20.46	17.73	15.23
					毛利率(%)	56.28	58.00	58.20	58.40
					销售净利率(%)	23.01	22.81	22.03	21.61
					资产负债率(%)	34.15	34.50	26.00	18.00
					收入增长率(%)	9.65	17.51	12.08	8.11
					净利润增长率(%)	(12.29)	(7.27)	25.11	17.12
					P/E	5.03	4.73	4.37	4.12
					P/B	0.30	0.24	0.19	0.16
					EV/EBITDA	1.46	0.53	0.36	0.17

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,美元汇率为2026年8月26日的6.72,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供符合中国证监会《证券期货投资者适当性管理办法》规定的专业投资者使用,且接收人须为本公司认定并建立服务关系的专业机构投资者使用,本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。本报告不面向普通投资者发布或传播。任何非专业机构投资者收到本报告后,应立即退回并销毁,不得依据本报告内容做出任何投资决策。

在法律许可的情况下,东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中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投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的,应当注明出处为东吴证券研究所,并注明本报告发布人和发布日期,提示使用本报告的风险,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的,应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期(A 股市场基准为沪深 300 指数,香港市场基准为恒生指数,美国市场基准为标普 500 指数,新三板基准指数为三板成指(针对协议转让标的)或三板做市指数(针对做市转让标的),北交所基准指数为北证 50 指数),具体如下:

公司投资评级:

买入:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上;

增持:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间;

中性:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间;

减持:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间;

卖出:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级:

增持:预期未来 6 个月内,行业指数相对强于基准 5%以上;

中性:预期未来 6 个月内,行业指数相对基准-5%与 5%;

减持:预期未来 6 个月内,行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您,不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系,表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况,如具体投资目的、财务状况以及特定需求等,并完整理解和使用本报告内容,不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码: 215021
传真: (0512) 62938527
公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>