國投證券國際
SDICSI

2026 年 11 月 24 日
拼多多(PDD.US)

公司动态分析
证券研究报告
软件与互联网

3 季度利润超预期，供应链建设阶段性成果

拼多多 3 季度收入同比持平，低于市场预期 6%，主要因交易服务收入同比降 12%。经调整净利润同比降幅收窄至 1%，超市场预期 14%。公司仍强调利润受投入周期波动，单季盈利不能作为未来盈利参考。我们微调 2026 年利润预测，微调目标价，维持增持评级。

报告摘要

3 季度利润超预期：总收入为 1,083 亿元（人民币，下同），同比持平，低于市场预期 6%，主要因交易服务收入同比降 12%（vs. 1Q26/2Q26 +20%/+13%），我们认为反映 TEMU 业务在欧盟 150 欧元关税豁免正式取消后（2026 年 7 月 1 日起）的战略收缩；在线营销及其他收入同比增 12%，好于市场预期 6%，我们认为反映国内主站增长好于预期。营销/行政费用同比降 17%/10%，较市场预期低 20%/18%，带动经营利润同比增 25%至 312 亿元，超市场预期 16%。经调整净利润 310 亿元，同比降幅收窄至 1%，高于市场预期 14%。截至今年 9 月底，账面净现金 4,554 亿元，较去年底增 8%，约为当前市值的 56%。

供应链投入效果逐步显现：公司重申供应链建设战略及投入决心：1）千亿扶持计划：持续向产业链上游渗透，深度参与研发、生产、履约等关键环节，带动产业带商家提质增效。2）新拼姆：面向全球市场开展自营品牌业务，目前仍在早期投入阶段。海外端依托 TEMU 渠道先行落地，以 Bemuvo 品牌在日本、加拿大测试销售，聚焦服饰、家居等优势品类；国内推进供应链与品控体系搭建，后续将在拼多多主站上线自营国货品牌。3 季度在线营销及其他收入加速增长，我们认为反映国内电商主站增长加速，对比同期网上商品零售额同比增 1.8%，反映国内长期供应链投入取得阶段性成果。

财务预测及估值：我们下调 2026 年总收入预测 4%，预计同比增 4%，其中在线营销及其他服务同比增 8%，交易服务收入同比持平。公司仍强调利润受投入周期波动，单季盈利不能作为未来盈利参考。我们微调 2026 年经调整净利润预测，预计同比降 3%至 1,037 亿元，利润率 23%。考虑互联网估值及公司前景，给予 9 倍 2026 年市盈率（维持不变），微调目标价至 98 美元（前值：97 美元），维持**增持**评级。国内主站仍受消费预期疲弱影响，电商竞争维持激烈态势。新拼姆目前仍在早期，投入进度或影响季度盈利波动。公司现金储备充裕，战略重心仍是长期生态健康和内生增长潜力。

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	449,128	468,108	519,261
同比（%）	*59.0%*	*9.7%*	*4.0%*	*4.2%*	*10.9%*
经调整净利润（百万元）	122,344	107,301	103,749	118,753	136,850
同比（%）	*80.2%*	*-12.3%*	*-3.3%*	*14.5%*	*15.2%*
净利润率（%）	*31.1%*	*24.8%*	*23.1%*	*25.4%*	*26.4%*
市盈率（倍）	6.8	7.7	8.0	7.0	6.0
市销率（倍）	2.1	1.9	1.8	1.8	1.6
净资产收益率（%）	*36%*	*24%*	*23%*	*23%*	*23%*

数据来源：公司财报，国投证券国际预测

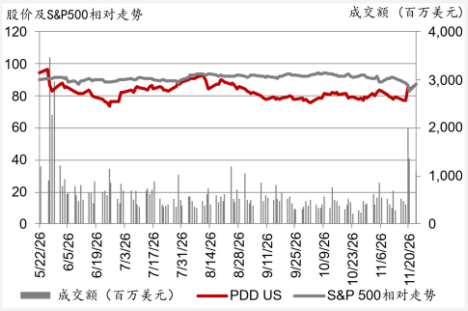
投资评级：	增持
	维持 评级
6 个月目标价	98 美元
股价(2026-11-23)	87.14 美元

总市值(百万美元)	124,035
流通市值(百万美元)	124,035
总股本(百万股)	1,423
流通股本(百万股)	1,423
12 个月低/高(美元)	73.3/122.66
平均成交(百万美元)	718

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	15.32	5.51	-31.15
绝对收益	10.25	0.08	-23.22

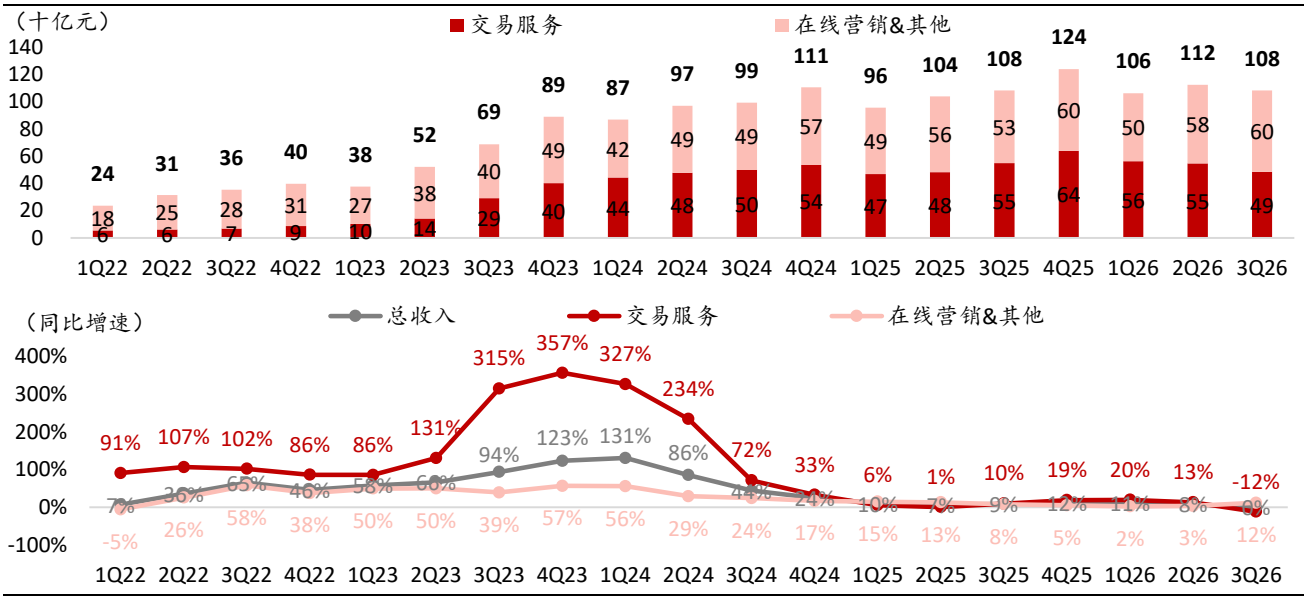
数据来源：万得，彭博，国投证券国际

王婷
tinawang@sdicsi.com.hk
SFC CE No.: BRF978

本报告版权属于国证国际证券（香港）有限公司，各项声明请参见报告尾页

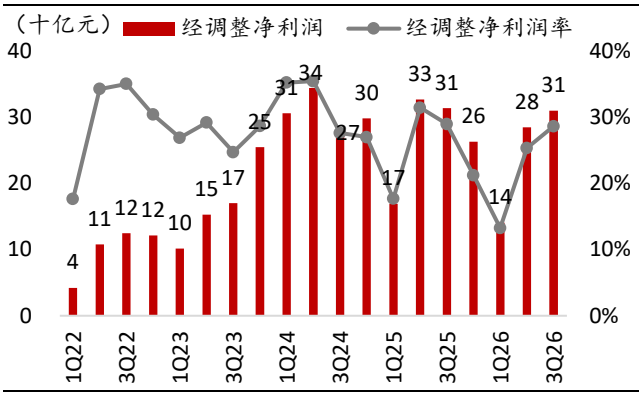
2026 年 3 季度业绩概览

图表 1：收入及增速表现：3Q26 总收入同比持平



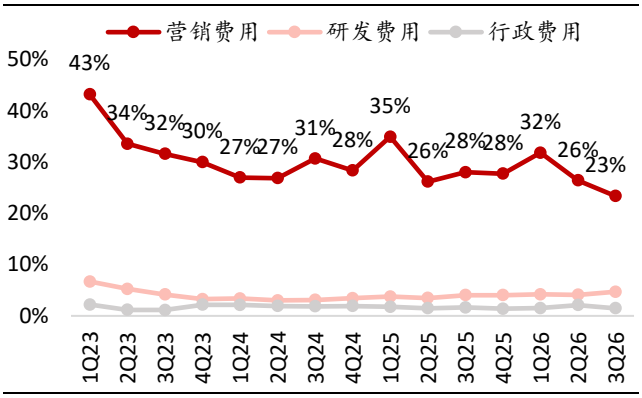
资料来源：公司财报，国投证券国际

图表 2：3Q26 经调整净利润率为 29%



资料来源：公司财报，国投证券国际

图表 3：3Q26 营销费用率为 23%



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	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26	4Q26E	2025	2026E	2027E	2028E
总收入	**123,912**	**106,229**	**112,358**	**108,341**	**122,200**	**431,846**	**449,128**	**468,108**	**519,261**
同比	*12%*	*11%*	*8%*	*0%*	*-1%*	*10%*	*4%*	*4%*	*11%*
在线营销及其他	60,010	49,936	57,637	59,819	67,364	217,783	234,756	259,260	280,601
同比	*5%*	*2%*	*3%*	*12%*	*12%*	*10%*	*8%*	*10%*	*8%*
交易服务	63,902	56,293	54,721	48,522	54,836	214,063	214,372	208,848	238,660
同比	*19%*	*20%*	*13%*	*-12%*	*-14%*	*9.3%*	*0.1%*	*-3%*	*14%*
营业成本	-55,156	-46,893	-48,017	-45,243	-54,516	-188,802	-194,669	-202,133	-226,012
毛利	**68,757**	**59,336**	**64,341**	**63,098**	**67,684**	**243,044**	**254,459**	**265,975**	**293,249**
毛利率	*55.5%*	*55.9%*	*57.3%*	*58.2%*	*55.4%*	*56.3%*	*56.7%*	*56.8%*	*56.5%*
营销费用	-34,352	-33,773	-29,668	-25,296	-28,379	-125,288	-117,116	-110,540	-122,101
同比	*10%*	*1%*	*9%*	*-17%*	*-17%*	*13%*	*-7%*	*-6%*	*10%*
行政费用	-1,690	-1,579	-2,342	-1,579	-1,544	-6,636	-7,044	-6,864	-7,095
同比	*-19%*	*-5%*	*53%*	*-10%*	*-9%*	*-12%*	*6%*	*-3%*	*3%*
研发费用	-4,995	-4,418	-4,567	-5,059	-5,659	-16,496	-19,703	-21,720	-24,093
同比	*32%*	*23%*	*27%*	*17%*	*13%*	*30%*	*19%*	*10%*	*11%*
经营利润	**27,720**	**19,566**	**27,764**	**31,164**	**32,102**	**94,624**	**110,596**	**126,851**	**139,960**
经营利润率	*22.4%*	*18.4%*	*24.7%*	*28.8%*	*26.3%*	*21.9%*	*24.6%*	*27.1%*	*27.0%*
净利润	**24,541**	**12,547**	**27,182**	**29,541**	**28,748**	**99,364**	**98,018**	**112,859**	**128,542**
净利润率	*19.8%*	*11.8%*	*24.2%*	*27.3%*	*23.5%*	*23.0%*	*21.8%*	*24.1%*	*24.8%*
经调整经营利润	**29,474**	**21,090**	**29,071**	**32,643**	**33,524**	**102,561**	**116,328**	**132,745**	**148,268**
Adj.OPM	*23.8%*	*19.9%*	*25.9%*	*30.1%*	*27.4%*	*23.7%*	*25.9%*	*28.4%*	*28.6%*
经调整净利润	**26,295**	**14,071**	**28,489**	**31,020**	**30,169**	**107,301**	**103,749**	**118,753**	**136,850**
Adj.NPM	*21.2%*	*13.2%*	*25.4%*	*28.6%*	*24.7%*	*24.8%*	*23.1%*	*25.4%*	*26.4%*

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

（百万元）	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	**393,836**	**431,846**	**449,128**	**468,108**	**519,261**
营业成本	-153,900	-188,802	-194,669	-202,133	-226,012
毛利润	239,936	243,044	254,459	265,975	293,249
销售费用	-111,301	-125,288	-117,116	-110,540	-122,101
研发费用	-12,659	-16,496	-19,703	-21,720	-24,093
行政费用	-7,553	-6,636	-7,044	-6,864	-7,095
经营利润	**108,423**	**94,624**	**110,596**	**126,851**	**139,960**
利息及其他	20,553	25,584	23,474	20,348	21,365
税前利润	132,684	120,968	122,894	141,649	161,213
所得税	-20,267	-21,733	-24,750	-28,688	-32,651
净利润	**112,435**	**99,364**	**98,018**	**112,859**	**128,542**
经调整净利润	**122,344**	**107,301**	**103,749**	**118,753**	**136,850**

主要财务比率

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
P/E(x)*	6.8	7.7	8.0	7.0	6.0
P/B(x)	2.6	2.0	2.0	1.7	1.5
毛利率	*60.9%*	*56.3%*	*56.7%*	*56.8%*	*56.5%*
净利润率	*28.5%*	*23.0%*	*21.8%*	*24.1%*	*24.8%*
营销费率	*28.3%*	*29.0%*	*26.1%*	*23.6%*	*23.5%*
研发费用率	*3.2%*	*3.8%*	*4.4%*	*4.6%*	*4.6%*
管理费用率	*1.9%*	*1.5%*	*1.6%*	*1.5%*	*1.4%*
经营费用率	*33.4%*	*34.4%*	*32.0%*	*29.7%*	*29.5%*
经营利润率	*27.5%*	*21.9%*	*24.6%*	*27.1%*	*27.0%*
ROE	*35.9%*	*23.9%*	*23.5%*	*23.0%*	*23.0%*
ROA	*22.3%*	*15.8%*	*15.0%*	*15.1%*	*15.2%*
资产权益比	*161%*	*152%*	*156%*	*152%*	*151%*

资产负债表

（百万元）	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
现金及现金等价物	57,768	108,901	134,021	178,330	211,105
受限制现金	68,426	73,831	76,786	80,030	88,776
短期投资	273,792	313,408	347,883	386,150	428,626
预付账款及其他	15,662	22,841	22,761	25,260	28,021
流动资产总额	**415,648**	**518,980**	**581,450**	**669,771**	**756,527**
物业、厂房及设备	879	1,306	1,379	1,299	1,535
使用权资产	5,064	4,863	4,491	4,681	5,193
无形资产	19	15	2,246	2,341	2,596
其他非流动资产	83,423	104,880	63,057	70,403	78,096
总资产	**505,034**	**630,044**	**652,623**	**748,494**	**843,948**
应付商户款项	91,656	107,407	122,444	138,362	152,198
应计费用及其他负债	69,142	80,136	82,626	85,794	95,930
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	7,233	7,534	8,368
流动负债总额	**188,423**	**212,215**	**232,491**	**254,502**	**281,589**
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**	**235,500**	**257,602**	**284,782**
普通股	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
实收资本	117,829	125,768	128,633	131,580	135,735
留存收益	187,421	285,685	383,703	496,562	625,104
股东权益总额	**313,313**	**414,907**	**417,123**	**490,892**	**559,166**
负债及权益总额	**505,034**	**630,044**	**652,623**	**748,494**	**843,948**

现金流量简表

（百万元）	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	**121,929**	**106,939**	**111,586**	**124,909**	**133,120**
投资活动现金流	**-118,356**	**-43,423**	**-78,395**	**-73,187**	**-87,712**
融资活动现金流	**1**	**-5,227**	**-4,705**	**-3,764**	**-3,456**
期初现金	121,780	126,194	182,731	210,806	258,361
期末现金	126,194	182,731	210,806	258,361	299,881

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