

買入

2026年3月31日

Q4 業績符合預期，Temu 穩健增長

- **加碼供應鏈建設，創造長期價值：**公司進一步升級治理架構，並將戰略重心明確為“重倉中國供應鏈”。公司宣佈組建“新拼姆”品牌自營專項，一期已現金注資 150 億元，未來三年計畫總計投入 1000 億元，旨在整合“拼多多+Temu”的供應鏈資源，推動中國製造品牌化出海。這些堅定且長期的投入，雖然短期內拖累了利潤表現，但旨在構築更深厚的供應鏈護城河與平臺生態價值。
- **Temu 有望企穩回升：**我們認為 Temu 在 2025 年第四季度展現出積極的增長態勢。平臺已擴展至全球 90 多個國家和地區。管理層在業績會上表示，Temu 已走過快速規模擴張階段，下一階段的重點是在平臺化運營的基礎上，通過“新拼姆”開啟品牌自營模式。此舉旨在提升製造標準、孵化國際品牌，推動業務從規模增長向高品質、可持續盈利模式深化。儘管短期仍處於投入期，但今後 Temu 結合品牌自營模式下的全球擴張速度及未來扭虧能力將加速提升。
- **Q4 財報符合預期：**第四季度收入 1239.12 億元人民幣，YoY+12%，符合市場預期。其中，線上行銷服務收入 600.10 億元，YoY+5%，低於預期；交易服務收入 639.02 億元，YoY+19%，高於預期，成為營收增長的核心驅動力。運營利潤 277.20 億元，YoY+8%，高於預期；運營利潤率 22.4%，環比下降 0.7pts，同比下降 0.7pts，公司明確表示，利潤下滑主要源於對“千億扶持”計畫等戰略專案的持續投入。運營費用 410.37 億元，YoY+10%，運營費用率 33%，環比下降 0.5pts，同比下降 0.5pts。其中，行銷費用 343.52 億元，YoY+10%，費用率 28%。研發費用 49.95 億元，YoY+32%，費用率 4%。行政費用 16.90 億元，YoY-19%，費用率 1.4%。淨利潤 245.40 億元，YoY-11%，淨利率 19.8%；Non-GAAP 淨利潤 262.95 億元，SBC 費用 18 億元，占收入的 1.4%。本季度產生運營現金流 241.2 億元，截至第四季度末，公司持有現金、等價物及短期投資 4223 億元。
- **目標價 153.3 美元，買入評級：**基於本次財報，我們調整 2026-2028 年公司收入至 5065/5861/6500 億元，上調 2026-2028 年運營利潤至 1202/1,502/1,799 億元，對應每 ADS 收益 92.0/113.2/133.6 元。採用 11 倍 EV/EBITDA，我們上調目標價至 153.3 美元，買入評級。
- **風險：**1) 宏觀經濟不確定性、中美關係相關風險；2) 國內電商行業同質化競爭加劇導致增長放緩、利潤下滑；3) 海外消費疲軟導致出海業務不及預期，整體盈利水準下降；4) 海外市場面臨地方保護主義等風險；5) 海外收入占比擴大所帶來的匯兌影響。

羅凡環

852-23521962

simon.luo@firstshanghai.com.hk

唐伊蓮

852-25321539

alice.tang@firstshanghai.com.hk

主要資料

| | |
|---------|---|
| 行業 | TMT |
| 股價 | 99.81 美元 |
| 目標價 | 153.3 美元 (+54%) |
| 股票代碼 | PDD (US) |
| 總股本 | 14.2 億股 |
| 市值 | 1,401.67 億美元 |
| 52 周高/低 | 139.41 美元/87.11 美元 |
| 每股淨資產 | 42.30 美元 |
| 主要股東 | 黃崢 31.35% 騰訊 13.80% Gaorong Capital 4.42% |

盈利摘要

| 截至12月31日止財政年度 | 24年历史 | 25年历史 | 26年预测 | 27年预测 | 28年预测 |
|------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| 总营业收入 (人民币千元) | 393,836,097 | 431,845,713 | 506,451,738 | 586,100,199 | 649,952,587 |
| | 变动 59% | 10% | 17% | 16% | 11% |
| 运营利润 | 108,422,862 | 94,624,061 | 120,248,111 | 150,225,124 | 179,957,826 |
| 每ADS收益 (人民币) | 81.2 | 71.1 | 92.0 | 113.2 | 133.6 |
| | 变动 83% | -13% | 29% | 23% | 18% |
| 基于99.81美元的市盈率(估) | 8.2 | 9.4 | 7.3 | 5.9 | 5.0 |
| 每股派息 (美元) | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 1.0 |
| 股息现价比 | 0% | 0% | 0% | 0% | 0% |

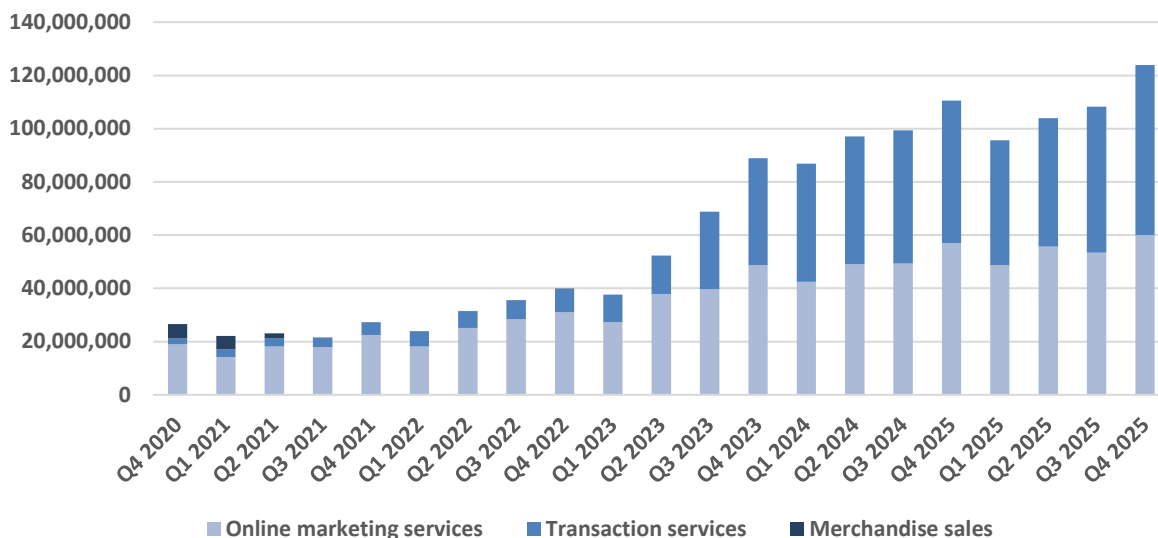
來源：公司資料，第一上海預測

股價表現



來源：彭博

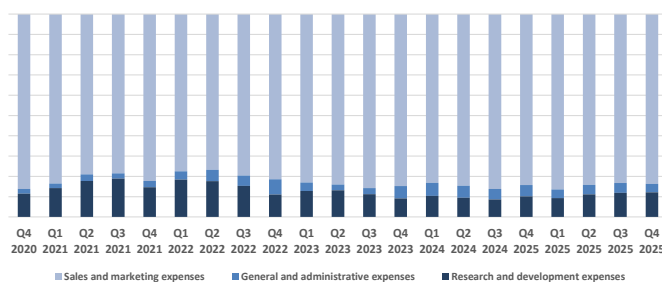
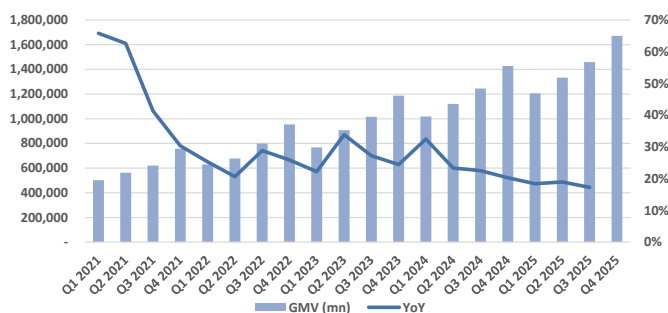
圖表 1：2020Q4-2025Q4 總營收（千，人民幣）



資料來源：公司資料，第一上海整理

圖表 2：2021Q1-2025Q4 GMV 及增速（千，人民幣）

圖表 3：2020Q4-2025Q4 運營費用占比

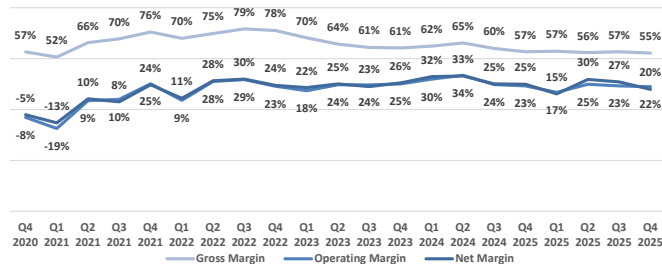
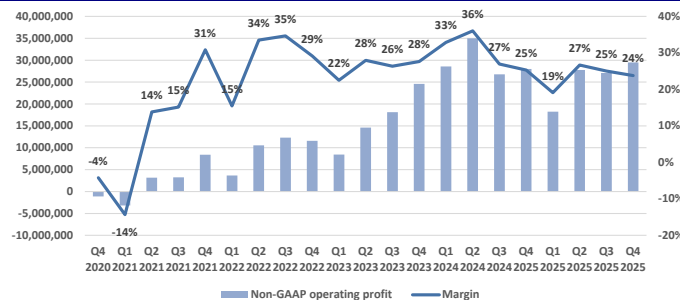


資料來源：市場資料，第一上海預測

資料來源：公司資料，第一上海整理

圖表 4：2020Q4-2025Q4 運營利潤及利潤率（千，人民幣）

圖表 5：2020Q4-2025Q4 毛利率、運營利潤率、淨利率



資料來源：公司資料，第一上海整理

資料來源：公司資料，第一上海整理

圖表 6：估值（千，人民幣）

| <i>Operating profit ('000)</i> | <i>2026E</i> | <i>2027E</i> | <i>2028E</i> |
|---------------------------------|--------------------|--------------------|--------------------|
| <i>Pinduoduo</i> | 123,499,011 | 143,984,365 | 162,192,943 |
| <i>Duoduo Grocery</i> | -448,926 | 1,619,418 | 1,696,660 |
| <i>Temu</i> | -2,801,974 | 4,621,340 | 5,711,427 |
| GAAP operating profit | 120,248,111 | 150,225,124 | 169,601,030 |
| Adjusted profit: add SBC | 129,049,828 | 160,411,066 | 180,896,674 |
| <i>EV/EBITDA</i> | | | <i>11.0</i> |
| Enterprise value (mn, CNY) | | | 1,652,476 |
| + Cash and cash equivalents | | | 695,482 |
| - Debt | | | 289,451 |
| Market capitalization (mn, CNY) | | | 2,058,507 |
| <i>Discount rate per annum</i> | | | <i>18%</i> |
| Market capitalization (mn, CNY) | | | 1,478,388 |
| Market capitalization (mn, USD) | | | 214,259 |
| Target price | | | 153.30 |

資料來源：第一上海預測

第一上海證券有限公司

香港中環德輔道中 71 號

永安集團大廈 19 樓

電話：(852) 2522-2101

傳真：(852) 2810-6789

本報告由第一上海證券有限公司（“第一上海”）編制，僅供機構投資者一般審閱。未經第一上海事先明確書面許可，就本報告之任何材料、內容或印本，不得以任何方式複製、摘錄、引用、更改、轉移、傳輸或分發給任何其他人。本報告所載的資料、工具及材料只提供給閣下作參考之用，並非作為或被視為出售或購買或認購證券或其它金融票據，或就其作出要約或要約邀請，也不構成投資建議。閣下不可依賴本報告中的任何內容作出任何投資決策。本報告及任何資料、材料及內容並未有考慮到個別投資者的特定投資目標、財務情況、風險承受能力或任何特別需要。閣下應綜合考慮到本身的投資目標、風險評估、財務及稅務狀況等因素，自行作出本身獨立的投資決策。

本報告所載資料及意見來自第一上海認為可靠的來源取得或衍生，但對於本報告所載預測、意見和預期的公平性、準確性、完整性或正確性，並不作任何明示或暗示的陳述或保證。第一上海或其各自的董事、主管人員、職員、雇員或代理均不對因使用本報告或其內容或與此相關的任何損失而承擔任何責任。對於本報告所載資訊的準確性、公平性、完整性或正確性，不可作出依賴。

第一上海或其一家或多家關聯公司可能或已經，就本報告所載資訊、評論或投資策略，發佈不一致或得出不同結論的其他報告或觀點。資訊、意見和估計均按“現況”提供，不提供任何形式的保證，並可隨時更改，恕不另行通知。

第一上海並不是美國一九三四年修訂的證券法（「一九三四年證券法」）或其他有關的美國州政府法例下的註冊經紀-交易商。此外，第一上海亦不是美國一九四零年修訂的投資顧問法（下簡稱為「投資顧問法」，「投資顧問法」及「一九三四年證券法」一起簡稱為「有關法例」）或其他有關的美國州政府法例下的註冊投資顧問。在沒有獲得有關法例特別豁免的情況下，任何由第一上海提供的經紀及投資顧問服務，包括（但不限於）在此檔內陳述的內容，皆沒有意圖提供給美國人。此檔及其複印本均不可傳送或被帶往美國、在美國分發或提供給美國人。

在若干國家或司法管轄區，分發、發行或使用本報告可能會抵觸當地法律、規定或其他註冊/發牌的規例。本報告不是旨在向該等國家或司法管轄區的任何人或單位分發或由其使用。