本报告来源于“慧博投研”，请勿外传!

Goldman Sachs Research

股票研究

2026年8月25日 | 2:14AM HKT

拼多多 (PDD)

2026年二季度业绩分析：业绩表现不一；Temu自营+供应链投资将构筑长期护城河；买入 (摘要)

PDD	12个月目标价格: **$134.00**	股价: **$88.38**	上涨空间: **51.6%**

买入

姜朗霆, CFA
+852-2978-0856 | ronald.keung@gs.com
高盛（亚洲）有限责任公司

邱品儒
+852-2978-2672 | steve.qiu@gs.com
高盛（亚洲）有限责任公司

谢元滔
+852-2978-1398 | damian.xie@gs.com
高盛（亚洲）有限责任公司

拼多多2026年二季度业绩表现不一（参见我们的简要分析），其中(+) 在线营销收入超出预期，同比增长3%（领先淘天集团可比口径下的同比+1%/新返佣会计政策下CMR同比-7%），表明国内GMV表现具有韧性，但 (-) 交易服务收入弱于预期，同比增长13%（高盛预测+21%/Visible Alpha共识预测+22%），因Temu正在应对不断变化的全球关税/监管政策，而且在欧盟自7月起取消小额包裹免税并对每类商品征收固定关税的政策出台后，这一压力将持续（我们估算欧洲在Temu GMV中的占比约为1/3）。然而，我们认为公司长期致力于自营（新拼姆，其首个自营品牌Bemuvo于6月在部分市场上线）及持续投资本地供应链、仓储和履约基础设施对Temu的发展带来利好，在扩大全球潜在市场的同时将提升业务韧性和合规能力。

调整后净利润低于高盛预测，但高于Visible Alpha共识预测（同比-12%），反映出管理费用上升（在雄安新设子公司）、利息/投资收入强于预期，以及“其他损失”扩大至人民币74亿元（我们认为主要归因于国内和Temu相关的监管罚款）。计入二季度业绩后，我们因假设Temu GMV增长放缓（因欧洲GMV下降）而将2026-28年收入预测微调-3%~-6%，并相应将调整后净利润预测下调了2%~9%，因为我们预计，由于海外监管政策变化和持续的再投资，近期盈利将持续承压。我们目前预计集团2026/27年调整后净利润为人民币960亿/1,230亿元，同比下降10%/增长29%。

我们将基于SOTP的12个月目标价下调至134美元（原目标价145美元），主要反映出我们下调了国内平台的估值倍数（因利润增长乏力）以及我们因下半年欧洲关税政策影响而将2026/27年Temu GMV增速预测下调至+15%/+25%（原为+33%/25%）。我们将探讨投资者以下重点关注领域并提供我们的看法：1）随着“新拼姆”计划实施，投资持续加码；2）国内GMV韧性及在线营销服务展望；3）在Temu的本地化战略及相应关税/监管环境不断变化的情况下，2026年交易服务收入展望。基于9倍的2026年预期市盈率（扣除现金后市盈率为4倍），我们维持买入评级，因为我们认为拼多多在自营+供应链能力、商家生态发展和全球化举措方面的持续投资将提升其长期竞争地位并拓宽护城河，从而在长期内实现超越同业的增长。我们还注意到，公司在组织合规和内部管理方面有所改善、国内业务增长企稳以

主要数据

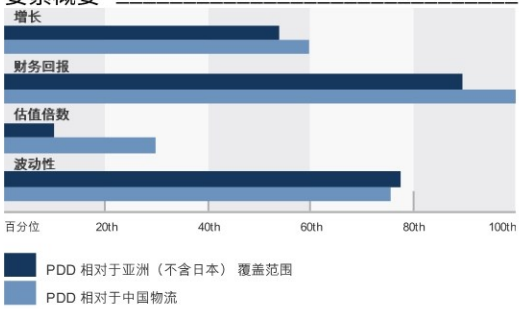
市值: $130.6bn
企业价值: $60.2bn
3个月日均成交量: $731.5mn
中国
中国物流
并购概率: 3
租赁是否计入净负债和企业价值: No

预测

	12/25	12/26E	12/27E	12/28E
主营业务收入 (Rmb mn) 新	**431,845.7**	**458,058.0**	**494,876.2**	**551,288.3**
主营业务收入 (Rmb mn) 旧	431,845.7	477,400.0	524,103.6	570,674.1
EBITDA (Rmb mn)	101,641.9	103,115.2	118,711.3	136,771.2
每股盈利 (Rmb) 新	**71.23**	**64.64**	**82.31**	**93.79**
每股盈利 (Rmb) 旧	71.23	70.97	84.25	95.30
市盈率 (X)	11.7	9.2	7.2	6.3
市净率 (X)	3.0	1.8	1.4	1.2
股息收益率 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
CROCI (%)	65.7	57.9	77.6	94.4

	3/26	6/26	9/26E	12/26E
每股盈利 (Rmb)	9.51	19.33	16.82	18.91

要素概要



资料来源：公司数据、高盛研究预测

高盛与其研究报告所分析的企业存在业务关系，并且继续寻求发展这些关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。 有关分析师的申明和其他重要信息，见信息披露附录，或参阅www.gs.com/research/hedge.html。 由非美国附属公司聘用的分析师不是美国FINRA的注册/合格研究分析师。

本报告来源于“慧博投研”，请勿外传!

买入

拼多多 (PDD)

评级自2024年5月24日

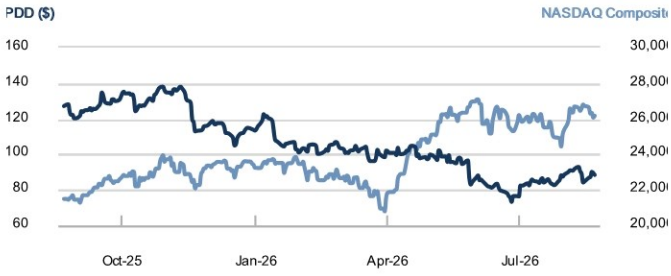
比率和估值

	12/25	12/26E	12/27E	12/28E
市盈率 (X)	11.7	9.2	7.2	6.3
市净率 (X)	3.0	1.8	1.4	1.2
自由现金流收益率 (%)	9.0	11.0	14.8	17.1
EV/EBITDAR (X)	7.5	3.7	2.2	0.9
EV/EBITDA (X) (剔除租赁)	7.5	3.7	2.2	0.9
CROCI (%)	65.7	57.9	77.6	94.4
净资产回报率 (%)	29.1	20.7	21.5	20.1
净负债/股东权益 (%)	(102.2)	(92.9)	(94.7)	(96.5)
净负债/权益 (%) (剔除租赁)	(102.2)	(92.9)	(94.7)	(96.5)
利息保障倍数 (X)	–	–	–	–
存货销售天数	–	–	–	–
应收账款周转天数	3.7	2.9	1.6	1.6
应付账款周转天数	194.5	199.1	183.3	160.7
杜邦净资产回报率 (%)	25.6	18.8	19.4	18.3
周转率 (X)	0.7	0.6	0.6	0.6
杠杆比率 (X)	1.5	1.4	1.3	1.3
总现金投资，名义（剔除现金）(Rmb)	131,194.3	133,840.4	130,008.2	125,061.7
平均已动用资本 (Rmb)	208,886.2	231,523.3	229,931.5	223,911.9
每股净资产 (Rmb)	277.05	337.68	415.02	502.85

增长率和利润率 (%)

	12/25	12/26E	12/27E	12/28E
主营业务收入增长率	9.7	6.1	8.0	11.4
EBITDA增长率	(14.7)	1.4	15.1	15.2
每股盈利增长	(17.2)	(9.2)	27.3	13.9
每股股息增速	NM	NM	NM	NM
EBIT利润率	23.4	22.3	23.8	24.6
EBITDA利润率	23.5	22.5	24.0	24.8
净利润率	24.5	20.8	24.8	25.6

股价走势图



	3个月	6个月	12个月
绝对	(9.6)%	(15.8)%	(28.1)%
相对于NASDAQ Composite	(9.2)%	(26.4)%	(42.1)%

资料来源：公司数据、高盛研究预测、FactSet（股价为2026年8月21日收盘价）

损益表 (Rmb mn)

	12/25	12/26E	12/27E	12/28E
主营业务收入	431,845.7	458,058.0	494,876.2	551,288.3
主营业务成本	(188,553.5)	(207,828.4)	(237,814.6)	(275,110.5)
销售、一般及管理费用	(128,014.0)	(129,985.1)	(120,917.0)	(120,093.5)
研发费用	(14,239.1)	(18,034.9)	(18,523.9)	(20,635.5)
其它营业收入/(费用)	–	–	–	–
EBITDA	**101,641.9**	**103,115.2**	**118,711.3**	**136,771.2**
折旧和摊销	(602.8)	(905.6)	(1,090.7)	(1,322.4)
EBIT	**101,039.1**	**102,209.6**	**117,620.6**	**135,448.8**
净利息收入/（支出）	25,583.8	24,442.5	26,832.3	30,884.8
联营公司损益	–	–	–	–
税前利润	**127,512.3**	**116,519.1**	**144,452.9**	**166,333.6**
税项拨备	(21,732.8)	(21,017.2)	(21,643.6)	(24,994.9)
少数股东损益	–	–	–	–
优先股息	–	–	–	–
非经常性项目前净利润	**105,779.5**	**95,501.9**	**122,809.3**	**141,338.7**
税后非经常性损益	(7,937.0)	(6,183.6)	(9,402.6)	(10,474.5)
非经常性项目后净利润	**97,842.5**	**89,318.3**	**113,406.6**	**130,864.2**
EPS (基本,非经常性项目前) (Rmb)	**75.68**	**67.82**	**86.35**	**98.39**
EPS (摊薄,非经常性项目前) (Rmb)	**71.23**	**64.64**	**82.31**	**93.79**
EPS (基本,非经常性项目后) (Rmb)	**70.00**	**63.43**	**79.74**	**91.10**
EPS (摊薄,非经常性项目后) (Rmb)	**65.89**	**60.46**	**76.00**	**86.84**
每股股息 (Rmb)	–	–	–	–
股息支付率 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0

资产负债表 (Rmb mn)

	12/25	12/26E	12/27E	12/28E
现金及等价物	182,731.4	276,494.2	404,226.3	552,681.3
应收账款	5,109.1	2,061.9	2,227.7	2,481.6
存货	–	–	–	–
其它流动资产	331,139.4	332,774.2	333,505.8	334,435.6
流动资产	**518,979.9**	**611,330.3**	**739,959.7**	**889,598.5**
固定资产净额	1,306.0	1,615.8	2,010.0	2,608.1
无形资产净额	15.4	13.8	13.5	13.3
投资总额	0.0	0.0	0.0	0.0
其它长期资产	109,743.0	109,743.0	109,743.0	109,743.0
资产合计	**630,044.3**	**722,702.8**	**851,726.3**	**1,001,962.9**
应付账款	108,493.7	118,283.3	120,545.8	121,712.2
短期债务	–	–	–	–
短期租赁负债	–	–	–	–
其它流动负债	105,243.5	92,610.5	96,562.1	103,446.3
流动负债	**213,737.2**	**210,893.8**	**217,107.9**	**225,158.5**
长期债务	–	–	–	–
长期租赁负债	–	–	–	–
其它长期负债	2,922.0	2,922.0	2,922.0	2,922.0
长期负债	**2,922.0**	**2,922.0**	**2,922.0**	**2,922.0**
负债合计	**216,659.2**	**213,815.8**	**220,029.9**	**228,080.5**
优先股	–	–	–	–
普通股权益	413,385.2	508,887.1	631,696.4	773,035.1
少数股东损益	**--**	**--**	**--**	**--**
负债及股东权益合计	**630,044.3**	**722,702.8**	**851,726.3**	**1,001,115.6**
调整后净负债	(182,731.4)	(276,494.2)	(404,226.3)	(552,681.3)

现金流量表 (Rmb mn)

	12/25	12/26E	12/27E	12/28E
净利润	97,842.5	89,318.3	113,406.6	130,864.2
折旧及摊销加回	602.8	905.6	1,090.7	1,322.4
少数股东权益加回	–	–	–	–
运营资本增减净额	7,367.1	(1,431.1)	5,316.8	5,319.9
其它经营性现金流	1,126.2	6,183.6	9,402.6	12,868.8
经营活动产生的现金流	**106,938.7**	**94,976.5**	**129,216.8**	**150,375.3**
资本开支	(1,145.1)	(1,215.1)	(1,484.6)	(1,920.3)
收购	–	–	–	–
剥离	–	–	–	–
其它	(42,278.2)	–	–	–
投资活动产生的现金流	**(43,423.2)**	**(1,215.1)**	**(1,484.6)**	**(1,920.3)**
偿还租赁负债	–	–	–	–
支付的股息（普通股和优先股）	–	–	–	–
借款增减	–	–	–	–
其它融资性现金流	(6,978.5)	1.5	0.0	0.0
筹资活动产生的现金流	**(6,978.5)**	**1.5**	**0.0**	**0.0**
总现金流	**56,537.0**	**93,762.9**	**127,732.1**	**148,455.0**
自由现金流	105,793.6	93,761.4	127,732.1	148,455.0

资料来源：公司数据、高盛研究预测

本报告来源于“慧博投研”，请勿外传!

及其“多多买菜”业务表现强劲。

We address key investor focus areas and our thoughts by topic:

- Continued investment step-up with execution of “Xin Pin Mu”: Gross profit growth in 2Q26 came in ahead of GSe at +11% yoy, with operating profit up +5% yoy (in-line with GSe), demonstrating resilient profitability despite continued investments into platform governance, Rmb100bn merchant ecosystem support and supply chain development amid a more challenging global regulatory environment. Management reiterated that deepening supply chain capabilities remains the core long-term strategic priority, with “Xin Pin Mu” serving as an extension of this effort through selective incorporation of first-party brands in categories where PDD possesses differentiated supply chain/global channel advantages. While management acknowledged the initial rollout of “Xin Pin Mu” (with first brand “Bemuvo” launched in June) has taken longer than originally expected, the company remained committed and continued to view broader supply chain inputs as a meaningful growth driver, despite potential near-term drags. GS view: We now expect 3Q26E/FY26E group EBIT to be Rmb22bn/Rmb102bn (from Rmb25bn/Rmb106bn) on the company’s commitment to reinvesting into its ecosystem and supply chain.
- Domestic GMV resilience & OMS Outlook: PDD online marketing revenue growth remained healthy at +3%, ahead of Taobao-Tmall of +1% yoy on a like-for-like basis (-7% yoy under new merchant rebate terms) and Kuaishou e-Commerce ad at +1%, suggesting relatively resilient GMV and merchant advertising demand despite tighter merchant tax/intensifying competition/soft overall consumption (where we estimate Pinduoduo GMV growth of 5% in 2Q26, ahead of industry at 2%). Looking ahead, management expects future growth to increasingly come from addressing supply chain bottlenecks (across product development/manufacturing/fulfillment), while unlocking consumption potential in lower-tier cities/rural areas through continued investments in logistics infrastructure. The company remained committed to its core eCommerce business and supply chain buildout, rather than expansion into on-demand retail, where management saw limited synergies given distinction in business models/supply chain requirements. GS view: We estimate domestic GMV growth of 5%/5% yoy for 3Q26E/FY26E (unchanged), and online marketing services revenue growth of 2%/3% yoy for 3Q26E/FY26E (prior: 2%/1%).
- Transaction services revenue outlook into 2H26, with Temu’s localization strategy given evolving tariff/regulatory environments: Transaction services revenue came in below GSe/V.A. consensus at +13% yoy, moderating from +20% in 1Q26, which we believe might reflect Temu’s proactive adjustment to evolving tariff/regulatory policies (notably in Europe, where we note media report of a sharp GMV decline in 2Q). Management acknowledged that recent changes have resulted in lower fulfillment efficiency and pressure on near-term growth in selected regions. Through onboarding more local merchants to broaden product mix, expanding local warehousing and fulfillment capabilities, and increasing local sourcing/local fulfillment penetration, the company aims to

本报告来源于“慧博投研”，请勿外传!

improve business resilience and regulatory compliance while further expanding its global addressable market. GS view: Factoring in 2Q results, we now estimate transaction commission revenue growth of +6%/+10% yoy for 3Q26E/FY26E (from +21%/+20% yoy). We believe pressure from European regulatory changes (implementation of the €3 per item customs handling fees since July) is likely to persist into 2H26, although partially offset by continued recovery of the U.S. business under a more favorable tariff backdrop (see BBG US panel sales recovery 图表 7). We expect Temu EBIT of -Rmb11.8bn/-Rmb2.8bn in FY26E/FY27E (prior: -Rmb9.4bn/Rmb2.7bn) on a more gradual earnings ramp as Temu continues to invest in localization while transitioning toward favorable semi-trusted/local-to-local business models.

Downside risk: 1) lower-than-expected online marketing revenues on increased eCommerce ROI/sales-based ad inventory and narrower GMV growth gap at Alibaba vs. industry, 2) wider-than-expected geopolitical headwinds into Europe and other developed markets with high spending power, 3) higher-than-expected competition if Alibaba’ s new low-price adtech initiatives gain traction/faster-than-expected Douyin shelf-based expansion in low ticket size items at lower take rates (Douyin has been offering commission free initiatives) vs. eCommerce platforms, 4) reinvestments to sustain growth that may pose downside risks to core profit margins, and 5) lack of segmental disclosures of business performance, which could lead to difficulty in analyzing/estimating domestic and int’ l (Temu) performance and profitability.

图表 1: PDD - Historical share price movement on the day of earnings release

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24
Quarterly results vs. VA consensus	Group Rev: +14% Group EBIT: +92%	Group Rev: -2% Group EBIT: +28%	Group Rev: -2% Group EBIT: -10%	Group Rev: -6% Group EBIT: -6%
Share price reaction on the results day	1%	-29%	-11%	4%
	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25
Quarterly results vs. VA consensus	Group Rev: -8% Group EBIT: -33%	Group Rev: +1% Group EBIT: +19%	Group Rev: +1% Group EBIT: +11%	Group Rev: 0% Group EBIT: -1%
Share price reaction on the results day	-16%	-3%	-7%	5%
	1Q26	2Q26		
Quarterly results vs. VA consensus	Group Rev: -2% Group EBIT: -6%	Group Rev: -3% Group EBIT: 0%		
Share price reaction on the results day	-10%	-1%		

2Q26 share price reaction as of writing.

资料来源：Datastream, Visible Alpha Consensus Data, 公司数据, 高盛全球投资研究部

本报告来源于“慧博投研”，请勿外传!

图表 2: Our estimates (annual & quarterly)

Rmb millions	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26E	4Q26E
GMV (domestic)	4,500,000	5,400,000	6,002,016	6,315,076	6,630,829	6,309,992	1,295,922	1,446,532	1,514,520	1,745,042	1,373,678	1,518,858	1,590,246	1,832,294
YoY		*20%*	*11%*	*5%*	*5%*	*4%*	*13%*	*15%*	*11%*	*7%*	*6%*	*5%*	*5%*	*5%*
GMV (Temu, US$mn)	18,000	60,000	90,000	103,840	130,000	160,000	16,000	18,000	26,000	30,000	22,400	21,000	28,340	32,100
YoY		*233%*	*50%*	*15%*	*25%*	*23%*	*78%*	*50%*	*44%*	*43%*	*40%*	*17%*	*9%*	*7%*
Transaction services	94,099	195,902	214,063	234,676	267,889	318,867	46,950	48,282	54,929	63,902	56,293	54,721	58,001	65,660
YoY	*241%*	*108%*	*9%*	*10%*	*14%*	*19%*	*6%*	*1%*	*10%*	*19%*	*20%*	*13%*	*6%*	*3%*
Marketing services	153,540	197,934	217,783	223,382	226,987	232,421	48,722	55,703	53,348	60,010	49,936	57,637	54,454	61,356
YoY	*49%*	*29%*	*10%*	*3%*	*2%*	*2%*	*15%*	*13%*	*8%*	*5%*	*2%*	*3%*	*2%*	*2%*
Total revenue	247,639	393,836	431,846	458,058	494,876	551,288	95,672	103,985	108,277	123,912	106,229	112,358	112,455	127,016
YoY	*90%*	*59%*	*10%*	*6%*	*8%*	*11%*	*10%*	*7%*	*9%*	*12%*	*11%*	*8%*	*4%*	*3%*
Cost of revenues	91,724	153,900	188,802	208,020	238,107	275,436	40,947	45,859	46,840	55,156	46,893	48,017	52,481	60,629
Gross profit	155,915	239,936	243,044	250,038	256,770	275,853	54,725	58,126	61,436	68,757	59,336	64,341	59,974	66,387
Product development expenses	(10,952)	(12,659)	(16,496)	(19,522)	(20,785)	(23,154)	(3,578)	(3,591)	(4,332)	(4,995)	(4,418)	(4,567)	(4,948)	(5,589)
% of total revenue	4.4%	3.2%	3.8%	4.3%	4.2%	4.2%	3.7%	3.5%	4.0%	4.0%	4.2%	4.1%	4.4%	4.4%
Sales & marketing expenses	(82,189)	(111,301)	(125,288)	(126,019)	(118,615)	(117,529)	(33,403)	(27,210)	(30,323)	(34,352)	(33,773)	(29,668)	(32,900)	(29,678)
% of total revenue	33.2%	28.3%	29.0%	27.5%	24.0%	21.3%	34.9%	26.2%	28.0%	27.7%	31.8%	26.4%	29.3%	23.4%
General and admn. expenses	(4,076)	(7,553)	(8,158)	(8,471)	(9,152)	(10,195)	(1,659)	(1,532)	(1,755)	(1,690)	(1,579)	(2,342)	(2,137)	(2,413)
% of total revenue	1.6%	1.9%	1.9%	1.8%	1.8%	1.8%	1.7%	1.5%	1.6%	1.4%	1.5%	2.1%	1.9%	1.9%
Operating profit, GAAP	58,699	108,423	93,102	96,026	108,218	124,974	16,086	25,793	25,026	27,720	19,566	27,764	19,989	28,707
Group operating profit, non-GAAP	65,777	118,306	101,039	102,210	117,621	135,449	18,260	27,748	27,079	29,474	21,090	29,071	21,564	30,485
OPM, non-GAAP	26.6%	30.0%	23.4%	22.3%	23.8%	24.6%	19.1%	26.7%	25.0%	23.8%	19.9%	25.9%	19.2%	24.0%
YoY	*73%*	*80%*	*-15%*	*1%*	*15%*	*15%*	*-36%*	*-21%*	*1%*	*5%*	*16%*	*5%*	*-20%*	*3%*
Domestic operating profit	71,764	123,512	114,989	107,780	111,006	112,390	28,980	30,381	21,302	34,326	26,022	29,671	20,190	31,898
Main platform OPM	37%	51%	41%	36%	36%	35%	48%	44%	31%	43%	39%	40%	28%	38%
% yoy		72%	-7%	-6%	3%	1%	-11%	-18%	-6%	10%	-10%	-2%	-5%	-7%
Temu operating profit	(13,065)	(15,089)	(20,365)	(11,754)	(2,789)	12,584	(12,895)	(4,588)	3,724	(6,606)	(6,456)	(1,907)	(201)	(3,191)
Temu OPM	-24%	-10%	-13%	-7%	-2%	5%	-37%	-13%	10%	-15%	-17%	-5%	-1%	-7%
Interest income (expense)	10,238	20,553	25,584	24,443	26,832	30,885	223	10,423	8,565	6,373	(632)	13,505	6,111	5,459
Pre-tax profit (GAAP)	71,881	132,684	119,446	110,336	135,050	155,859	19,328	35,535	33,278	32,828	16,758	33,312	26,100	34,166
Income taxes	(11,850)	(20,267)	(21,733)	(21,017)	(21,644)	(24,995)	(4,481)	(4,819)	(3,987)	(8,446)	(4,115)	(6,092)	(2,837)	(7,973)
Net income, GAAP	60,026	112,435	97,843	89,318	113,407	130,864	14,742	30,753	29,328	24,541	12,547	27,182	23,262	26,193
Net income, non-GAAP	67,899	122,344	105,780	95,502	122,809	141,339	16,916	32,708	31,382	26,295	14,071	28,489	24,837	27,971
YoY	*72%*	*80%*	*-14%*	*-10%*	*29%*	*15%*	*-45%*	*-5%*	*14%*	*-12%*	*-17%*	*-13%*	*-21%*	*6%*
Diluted EPADS, GAAP (Rmb)	40.99	76.01	65.89	60.46	76.00	86.84	9.94	20.75	19.70	16.51	8.48	18.45	15.76	17.71
Diluted EPADS, non-GAAP (Rmb)	46.36	82.71	71.23	64.64	82.31	93.79	11.41	22.07	21.08	17.69	9.51	19.33	16.82	18.91
YoY	*69%*	*78%*	*-14%*	*-9%*	*27%*	*low*	*-45%*	*-5%*	*13%*	*-12%*	*-17%*	*-12%*	*-20%*	*7%*
GPM	63.0%	60.9%	56.3%	54.6%	51.9%	65.5%	57.2%	55.9%	56.7%	55.5%	55.9%	57.3%	53.3%	52.3%
OPM, ng	26.6%	30.0%	23.4%	22.3%	23.8%	24.6%	19.1%	26.7%	25.0%	23.8%	19.9%	25.9%	19.2%	24.0%
NPM, ng	27.4%	31.1%	24.5%	20.8%	24.8%	25.6%	17.7%	31.5%	29.0%	21.2%	13.2%	25.4%	22.1%	22.0%

资料来源：公司数据, 高盛全球投资研究部

图表 3: Key changes to our estimates

Rmb mn	2026E	Old	% Chg	2027E	Old	% chg	2028E	Old	% chg
GMV (domestic)	6,315,076	6,286,145	0%	6,630,829	6,600,452	0%	6,896,063	6,864,470	0%
YoY	*5%*	*5%*		*5%*	*5%*		*4%*	*4%*	
Revenue									
Transaction services	234,676	257,608	-9%	267,889	297,645	-10%	318,867	337,267	-5%
YoY	*10%*	*20%*		*14%*	*16%*		*19%*	*13%*	
Marketing services	223,382	219,792	2%	226,987	226,459	0%	232,421	233,407	0%
YoY	*3%*	*1%*		*2%*	*3%*		*2%*	*3%*	
Total revenue	458,058	477,400	-4%	494,876	524,104	-6%	551,288	570,674	-3%
YoY	*6%*	*11%*		*8%*	*10%*		*11%*	*9%*	
Cost of revenues	208,020	224,210	-7%	238,107	258,670	-8%	275,436	288,876	-5%
Gross profit, non-GAAP	250,038	253,190	-1%	256,770	265,434	-3%	275,853	281,798	-2%
Product development expenses	(19,522)	(20,186)	-3%	(20,785)	(22,012)	-6%	(23,154)	(23,968)	-3%
Sales & marketing expenses	(126,019)	(129,109)	-2%	(118,615)	(124,051)	-4%	(117,529)	(121,335)	-3%
General and admn. expenses	(8,471)	(6,762)	25%	(9,152)	(7,162)	28%	(10,195)	(7,513)	36%
Operating profit, GAAP	96,026	97,133	-1%	108,218	112,208	-4%	124,974	128,982	-3%
Operating profit, non-GAAP	102,210	105,709	-3%	117,621	122,166	-4%	135,449	139,825	-3%
Domestic operating profit	107,780	106,484	1%	111,006	109,527	1%	112,390	109,677	2%
International operating profit	(11,754)	(9,351)	-26%	(2,789)	2,681	-204%	12,584	19,305	-35%
Interest income (expense)	24,443	20,981	16%	26,832	24,403	10%	30,885	28,087	10%
Pre-tax profit (GAAP)	110,336	115,938	-5%	135,050	136,611	-1%	155,859	157,069	-1%
Income taxes	(21,017)	(19,167)	-10%	(21,644)	(20,251)	-7%	(24,995)	(23,603)	-6%
Net income, GAAP	89,318	96,771	-8%	113,407	116,360	-3%	130,864	133,466	-2%
Net income, non-GAAP	95,502	105,348	-9%	122,809	126,318	-3%	141,339	144,309	-2%
Diluted EPADS, GAAP (Rmb)	60.46	65.19	-7%	76.00	77.61	-2%	86.84	88.14	-1%
Diluted EPADS, non-GAAP (Rmb)	64.64	70.97	-9%	82.31	84.25	-2%	93.79	95.30	-2%
GPM	54.6%	53.0%	1.6	51.9%	50.6%	1.2	50.0%	49.4%	0.7
OPM, ng	22.3%	22.1%	0.2	23.8%	23.3%	0.5	24.6%	24.5%	0.1
NPM, ng	20.8%	22.1%	(1.2)	24.8%	24.1%	0.7	25.6%	25.3%	0.4

资料来源：高盛全球投资研究部

本报告来源于“慧博投研”，请勿外传!

图表 4: We lower our PDD SOTP valuation with a new 12m TP at US$134 (from US$145)

SOTP Valuation	2026E Rev. (US$mn)	2026E NOPAT (US$mn)	Implied EV/Rev.	P/E	Valuation to PDD (US$mn)	2026E Val. Per share (US$)	Value split	Comment
1. Domestic main platform	42,578	13,165	3.5x	9x	114,532	78	49%	2026E NOPAT (36% EBIT margin); applying 9X P/E (from 10X) on slower OMS growth
	2027E Rev. (US$mn)	2027E NOPAT (US$mn)	Implied EV/Rev.	P/E	Valuation to PDD (US$mn)	2027E Val. Per share (US$)	Value split	Comment
2. Temu (ex. US full-entrusted)	22,395	1,963	1.9x	25x	42,778	29	18%	Assuming US$112bn GMV in 2027E and 2% GMV margin in the long-term, 15% tax rate, 25X P/E, discounted back at 12%
3. Net cash					76,241	52	33%	Net cash
NAV					233,551	158	100%	
Less: holdco discount			15%		35,967	24		
					197,584	134		

资料来源：公司数据, 高盛全球投资研究部

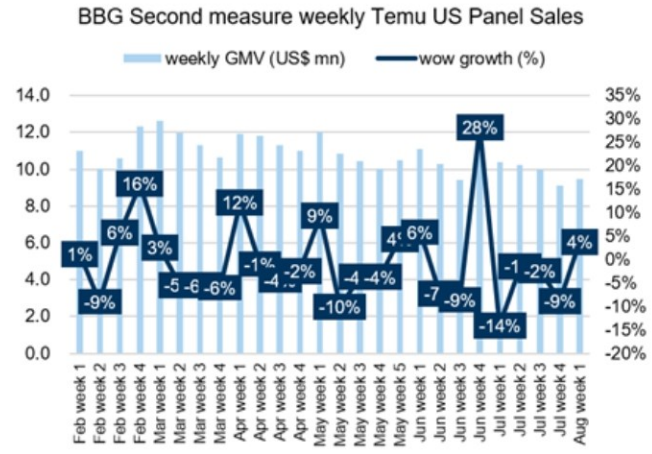
图表 5: PDD 2Q26 earnings result summary

Rmb mn	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26A	2Q26E	Act. vs. GSe	% QoQ	% YoY
Revenue												
Transaction commissions	50,003	53,599	46,950	48,282	54,929	63,902	56,293	54,721	58,497	-6%	-3%	13%
Marketing services	49,351	57,011	48,722	55,703	53,348	60,010	49,936	57,637	54,182	6%	15%	3%
Total revenue	**99,354**	**110,610**	**95,672**	**103,985**	**108,277**	**123,912**	**106,229**	**112,358**	**112,679**	**0%**	**6%**	**8%**
Gross profit, non-GAAP	**59,690**	**63,125**	**54,782**	**58,191**	**61,518**	**68,802**	**59,364**	**64,387**	**61,397**	**5%**	**8%**	**11%**
Product development expenses	(3,063)	(3,777)	(3,578)	(3,591)	(4,332)	(4,995)	(4,418)	(4,567)	(4,394)	4%	3%	27%
Sales & marketing expenses	(30,484)	(31,357)	(33,403)	(27,210)	(30,323)	(34,352)	(33,773)	(29,668)	(30,800)	-4%	-12%	9%
% of total revenue	30.7%	28.3%	34.9%	26.2%	28.0%	27.7%	31.8%	26.4%	27.3%			
General and admin. expenses	(1,806)	(2,085)	(1,659)	(1,532)	(1,755)	(1,690)	(1,579)	(2,342)	(1,578)	48%	48%	53%
Operating profit, non-GAAP	**26,770**	**27,996**	**18,260**	**27,748**	**27,079**	**29,474**	**21,090**	**29,071**	**26,726**	**9%**	**38%**	**5%**
Interest income (expense)	5,416	5,233	223	10,423	8,565	6,373	(632)	13,505	6,994	93%	2237%	30%
Pre-tax profit (GAAP)	**29,180**	**32,413**	**19,328**	**35,535**	**33,278**	**32,828**	**16,758**	**33,312**	**31,579**	**5%**	**99%**	**-6%**
Income taxes	(4,202)	(5,083)	(4,481)	(4,819)	(3,987)	(8,446)	(4,115)	(6,092)	(4,139)	-47%	-48%	-26%
Net income, GAAP	24,981	27,447	14,742	30,753	29,328	24,541	12,547	27,182	27,440	-1%	117%	-12%
Net income, non-GAAP	**27,459**	**29,851**	**16,916**	**32,708**	**31,382**	**26,295**	**14,071**	**28,489**	**29,581**	**-4%**	**102%**	**-13%**
Diluted EPADS, GAAP (Rmb)	16.91	18.53	9.94	20.75	19.70	16.51	8.48	18.45	18.50	0%	118%	-11%
Diluted EPADS, non-GAAP (Rmb)	**18.59**	**20.15**	**11.41**	**22.07**	**21.08**	**17.69**	**9.51**	**19.33**	**19.95**	**-3%**	**103%**	**-12%**
GPM	60.1%	57.1%	57.3%	56.0%	56.8%	55.5%	55.9%	57.3%	54.5%	2.8	1.4	1.3
GPM, non-GAAP (ex merchandise sls)	60.1%	57.1%	57.3%	56.0%	56.8%	55.5%	55.9%	57.3%	54.5%	2.8	1.4	1.3
OPM, ng	26.9%	25.3%	19.1%	26.7%	25.0%	23.8%	19.9%	25.9%	23.7%	2.2	6.0	(0.8)
NPM, ng	27.6%	27.0%	17.7%	31.5%	29.0%	21.2%	13.2%	25.4%	26.3%	(0.9)	12.1	(6.1)

资料来源：公司数据, 高盛全球投资研究部

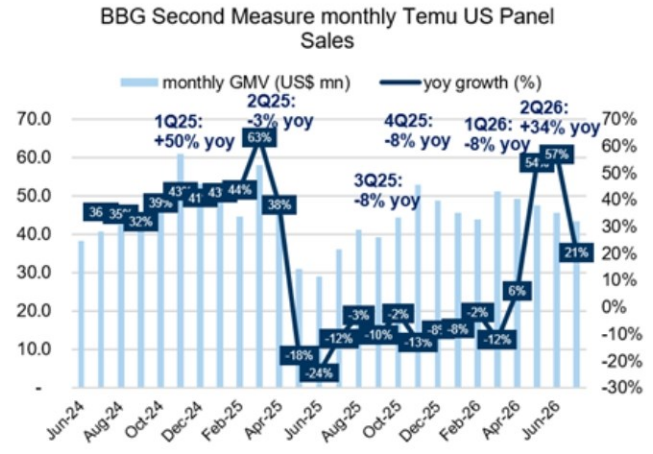
Temu GMV & engagement

图表 6: Bloomberg Second measure weekly Temu US Panel Sale



资料来源：彭博

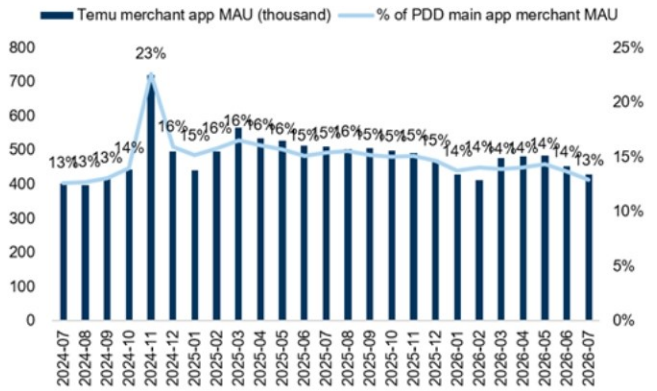
图表 7: Bloomberg Second Measure monthly Temu US Panel Sales



资料来源：彭博

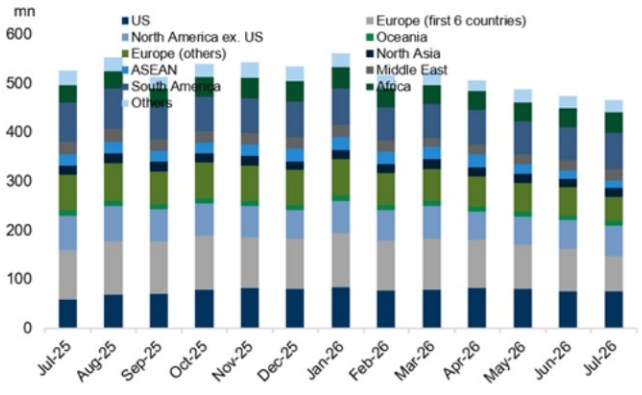
本报告来源于“慧博投研”，请勿外传!

图表 8: Temu merchants decreased -5% mom in July



资料来源：QuestMobile

图表 9: Temu global MAU down to 467mn in July 2026 (-1% mom)



The first 6 European countries include France, Germany, Italy, the Netherlands, Spain, and the UK (launched in April 2023)

资料来源：SensorTower

图表 10: Temu engagement data vs. peers

Global Temu app MAU												
mom% growth	Aug-25	Sep-25	Oct-25	Nov-25	Dec-25	Jan-26	Feb-26	Mar-26	Apr-26	May-26	Jun-26	Jul-26
Temu	5%	-7%	5%	0%	-1%	5%	-8%	1%	-4%	-4%	-3%	-1%
Amazon	-2%	0%	3%	1%	0%	-1%	-3%	2%	-3%	3%	0%	0%
AliExpress	4%	-6%	3%	10%	-7%	1%	-7%	5%	-7%	4%	3%	-5%
Temu as % of others	**Aug-25**	**Sep-25**	**Oct-25**	**Nov-25**	**Dec-25**	**Jan-26**	**Feb-26**	**Mar-26**	**Apr-26**	**May-26**	**Jun-26**	**Jul-26**
Amazon	86%	79%	81%	81%	79%	84%	80%	80%	79%	74%	72%	71%
AliExpress	274%	270%	275%	250%	265%	275%	272%	263%	274%	254%	239%	249%

We note that consumers outside China would access and purchase products from eCommerce platforms through both websites and apps, unlike Chinese consumers who typically only purchase on eCommerce apps, thus we leverage SensorTower to track Temu/Amazon/AliExpress app engagement data, and use Similarweb to track their website monthly visits, as a proxy of their website traffic.

资料来源：SensorTower, Similarweb

图表 11: Temu app MAU by region

Temu app by region												
mom% growth	Aug-25	Sep-25	Oct-25	Nov-25	Dec-25	Jan-26	Feb-26	Mar-26	Apr-26	May-26	Jun-26	Jul-26
US	18%	3%	10%	4%	-2%	5%	-8%	3%	4%	-4%	-6%	-1%
Europe (first 6 countries)	8%	-3%	4%	-5%	-3%	8%	-8%	1%	-5%	-6%	-5%	-17%
North America ex. US	1%	-9%	1%	-6%	-6%	13%	-6%	9%	-15%	-2%	5%	7%
Oceania	3%	-6%	4%	1%	4%	-1%	-7%	1%	4%	-9%	-5%	6%
Europe (others)	6%	-11%	6%	0%	0%	4%	-11%	-1%	-6%	-3%	-4%	-17%
North Asia	6%	1%	-2%	1%	-18%	17%	-3%	1%	-1%	-1%	-6%	4%
ASEAN	3%	-11%	1%	10%	13%	-2%	-7%	2%	4%	-30%	-16%	2%
Middle East	2%	-12%	2%	3%	1%	2%	-5%	-20%	13%	-4%	10%	7%
South America	3%	-17%	3%	-1%	1%	4%	-8%	1%	1%	-2%	-1%	11%
as % of total MAU	**Aug-25**	**Sep-25**	**Oct-25**	**Nov-25**	**Dec-25**	**Jan-26**	**Feb-26**	**Mar-26**	**Apr-26**	**May-26**	**Jun-26**	**Jul-26**
US	13%	14%	15%	15%	15%	15%	15%	15%	16%	17%	16%	16%
Europe (first 6 countries)	20%	21%	21%	20%	20%	20%	20%	20%	19%	19%	19%	16%
North America ex. US	13%	13%	12%	12%	11%	12%	12%	13%	11%	12%	12%	14%
Oceania	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%
Europe (others)	14%	13%	14%	14%	14%	13%	13%	13%	12%	13%	12%	11%
North Asia	4%	4%	4%	4%	3%	3%	4%	4%	4%	4%	4%	4%
ASEAN	4%	4%	4%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	4%	3%	3%
Middle East	5%	4%	4%	4%	5%	4%	5%	4%	4%	4%	5%	5%
South America	15%	14%	13%	13%	14%	13%	13%	13%	14%	14%	14%	16%
Africa	6%	7%	7%	8%	8%	8%	8%	7%	8%	8%	8%	9%
South Asia	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%
Central Asia	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%

资料来源：SensorTower

Price Target Risks and Methodology - PDD Holdings

Valuation methodology: Our 12-m SOTP-based TP is US$134, based on a 9X 2026E P/E for the domestic main platform and 25X P/E on Temu (ex. US full-entrusted), respectively less a 15% holdco discount.

本报告来源于“慧博投研”，请勿外传!

Downside risk: 1) lower-than-expected online marketing revenues on increased eCommerce ROI/sales-based ad inventory and narrower GMV growth gap at Alibaba vs. industry, 2) wider-than-expected geopolitical headwinds into Europe and other developed markets with high spending power, 3) higher-than-expected competition if Alibaba’ s new low-price adtech initiatives gain traction/faster-than-expected Douyin shelf-based expansion in low ticket size items at lower take rates (Douyin has been offering commission free initiatives) vs. eCommerce platforms, 4) reinvestments to sustain growth that may pose downside risks to core profit margins, and 5) lack of segmental disclosures of business performance, which could lead to difficulty in analyzing/estimating domestic and int’ l (Temu) performance and profitability.

本报告来源于“慧博投研”，请勿外传!

信息披露附录

申明

我们，姜朗霆, CFA、 邱品儒、 谢元滔、 Iris Xiao，在此申明，本报告所表述的所有观点准确反映了我们对上述公司或其证券的个人看法。此外，我们的薪金的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

本报告首页所列作者为高盛全球投资研究部分析师，除非另有说明。

贡献作者: 姜朗霆, CFA Goldman Sachs (Asia) L.L.C.、 邱品儒 Goldman Sachs (Asia) L.L.C.、 谢元滔 Goldman Sachs (Asia) L.L.C.、 Iris Xiao Goldman Sachs (Asia) L.L.C.。

本报告披露的“贡献作者”为高盛全球投资研究部分析师，除非另有说明。

高盛要素概要

高盛要素概要部分通过将一只股票的主要指标与市场（即我们给予评级的股票范围）和可比同业相比较来评价该股的投资背景。四个主要指标是增长、财务回报、估值倍数（估值）和综合状况（增长、财务回报、估值倍数的综合情况）。增长、财务回报和估值倍数是运用每只股票具体指标的正常化排名计算。随后取这些指标正常化排名的均值并转化为相关指标的百分位。每项指标的具体计算方式可能随着财务年度、行业和所属地区的不同而有所变化，但标准方法如下：

增长指标是基于一只股票的预期销售增速、EBITDA增速和每股盈利增速（金融股仅采用每股盈利和销售增速），较高的百分位表示公司增长较快。财务回报是基于一只股票的预期净资产回报率、ROCE和CROCI（金融股仅采用净资产回报率），较高的百分位表示公司的财务回报较高。估值倍数基于一只股票的预期市盈率、市净率、股价/股息、EV/EBITDA、EV/FCF、EV/DACF（EV/经债务调整的现金流）（金融股仅采用市盈率、市净率和股价/股息），较高的百分位表示公司的估值倍数较高。综合状况百分位为增长百分位、财务回报百分位和（100% - 估值倍数百分位）的平均值。

财务回报和估值倍数使用高盛分析师在财政年度末对未来至少3个季度的预测。增长使用未来至少7个季度的财政年度预测与未来至少3个季度的财政年度预测的比较（所有指标均使用每股数据）。

如需了解高盛要素概要更具体的计算，请联络您的高盛代表。

并购评分

在我们的全球覆盖范围中，我们使用并购框架来分析股票，综合考虑定性和定量因素（各行业和地区可能会有所不同）以计入某些公司被收购的可能性。然后我们按照从1到3对公司进行并购评分，其中1分代表公司成为并购标的的概率较高(30%-50%)，2分代表概率为中等(15%-30%)，3分代表概率较低(0%-15%)。对于评分为1或2的公司，我们按照研究部统一标准将并购因素体现在我们的目标价格当中。并购评分为3被认为意义不大，因此不予体现在我们的目标价格当中，分析师在研究报告中可以予以讨论或不予讨论。

Quantum

Quantum是提供具体财务报表数据历史、预测和比率的高盛专有数据库，它可以用于对单一公司的深入分析，或在不同行业和市场的公司之间进行比较。

信息披露

PDD Holdings 的股票评级是相对于其所属研究范围内的其他公司的相对评级： Alibaba Group (ADR), Alibaba Group (H), DiDi Global Inc., Full Truck Alliance Co., J&T Global Express Ltd., JD Logistics, JD.com Inc. (ADR), JD.com Inc. (H), Jingdong Industrials Inc., KLN Logistics Group, Meituan, MiniMax Group, PDD Holdings, S.F. Holding (A), S.F. Holding (H), STO Express, Sinotrans Ltd. (A), Sinotrans Ltd. (H), Tencent Holdings, Vipshop Holdings, YTO Express Group, Yunda Holding, Z.AI Co., ZTO Express (Cayman) Inc. (ADR), ZTO Express (Cayman) Inc. (H)

与公司有关的法定披露

以下信息披露了高盛集团(及其关联公司，并称为“高盛”)与高盛全球投资研究部所研究的并在本研究报告中提及的公司之间的关系。

高盛在过去12个月中曾从下述公司获得投资银行服务报酬： PDD Holdings ($87.07)

高盛在今后3个月中预计将从下述公司获得或寻求获得投资银行服务报酬： PDD Holdings ($87.07)

高盛在过去12个月中与下述公司存在投资银行客户关系： PDD Holdings ($87.07)

高盛是下述证券或其衍生品的注册做市商： PDD Holdings ($87.07)

评级分布/投资银行关系

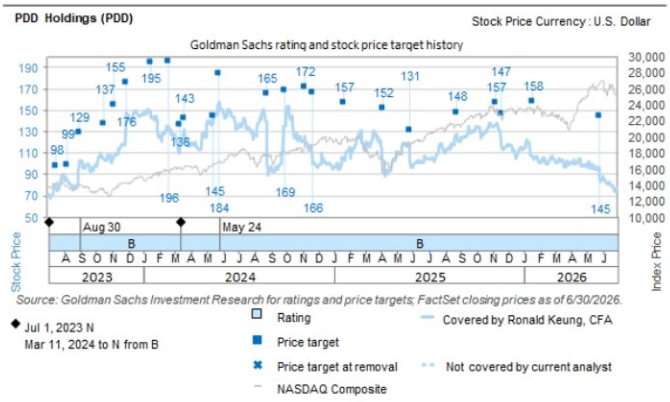
高盛投资研究部的全球研究覆盖范围

	评级分布			投资银行关系		
	买入	持有	卖出	买入	持有	卖出
全球	50%	34%	16%	65%	59%	43%

截至2026年7月1日，高盛全球投资研究部对3,104种股票评定了投资评级。高盛给予股票在各种地区投资名单中的买入和卖出评级；未给予这些评级的股票被视为中性评级，根据FINRA的披露要求，这些评级分别对应买入，持有及卖出。详情见以下“公司评级，研究范围和相关定义”部分。投资银行关系表反映了高盛在过去12个月已提供投资银行服务的公司在各评级类别中所占的比例。

本报告来源于“慧博投研”，请勿外传!

目标价格和评级历史图



The price targets shown should be considered in the context of all prior published Goldman Sachs research, which may or may not have included price targets, as well as developments relating to the company, its industry and financial markets.

目标价格历史列表

PDD Holdings (PDD)

Date of report	Target price ($)	Closing price ($)
24-Aug-26	134.00	87.07
27-May-26	145.00	86.61
18-Jan-26	158.00	106.76
18-Nov-25	147.00	119.58
09-Nov-25	157.00	135.78
25-Aug-25	148.00	128.21
27-May-25	131.00	102.98
06-Apr-25	152.00	104.21
20-Jan-25	157.00	105.57
21-Nov-24	166.00	104.09
07-Nov-24	172.00	125.87
29-Sep-24	169.00	135.38
26-Aug-24	165.00	100.00
24-May-24	184.00	157.57
16-May-24	145.00	143.38
20-Mar-24	143.00	132.17
11-Mar-24	136.00	111.89
18-Feb-24	196.00	135.26
15-Jan-24	195.00	148.63
28-Nov-23	176.00	139.00
06-Nov-23	155.00	107.13
18-Oct-23	137.00	105.33
30-Aug-23	129.00	98.14

法定披露

美国法定披露

任何本报告中研究企业所需的特定公司法定披露见上文：包括即将进行交易的承销商或副承销商，1%或其他股权，特定服务的补偿，客户关系种类，之前担任承销商或副承销商的公开发行，担任董事，担任注册做市商。高盛担任或可能担任本报告中所涉及发行方的债券（或相关衍生品）的交易对手。

以下为额外要求的披露：股权及重大利益冲突：高盛的政策为禁止其分析师、分析师属下专业人员及其家庭成员持有分析师负责研究的任何公司的证券。分析师薪酬：分析师薪酬部分取决于高盛的盈利，其中包括投资银行的收入。 分析师担任高级职员或董事：高盛的政策通常禁止其分析师、分析师属下人员及其家庭成员担任分析师负责研究的任何公司的高级职员、董事或顾问。 非美国分析师：非美国分析师可能与高盛无关联，因此可以不受FINRA 2241条FINRA 2242条对于与所研究公司的交流、公开露面及交易分析师所研究证券的限制。

美国以外司法管辖区规定的额外披露

以下为除了根据美国法律法规规定作出的上述信息披露之外其他司法管辖区法律所要求的披露。 澳大利亚: Goldman Sachs Australia Pty Ltd及其相关机构不是澳大利亚经授权的存款机构（1959年《银行法》所定义），因此不在澳大利亚境内提供银行服务，也不经营银行业务。本研究报告或本报告的其他形式内容只可分发予根据澳大利亚公司法定义的”批发客户”，在事先获得高盛许可的情况下可以有例外。在撰写研究报告期间，Goldman Sachs Australia全球投资研究部的职员可能参与本研究报告中所讨论证券的发行公司或其他实体组织的现场调研或会议。在某些情况下，如果视具体情形Goldman Sachs Australia认为恰当或合理，此类调研或会议的成本可能部分或全部由该证券发行人承担。如本报告内容包含任何金融产品建议，则该建议仅为一般建议，且高盛提出该建议时并未考虑客户的目标、财务状况或需求。客户在就此类建议采取行动之前，应结合其自身目标、财务状况和需求来考虑该建议的适当性。 高盛澳大利亚和新西兰的利益披露，以及高盛澳大利亚卖方研究独立性制度声明请参见

本报告来源于“慧博投研”，请勿外传!

https://www.goldmansachs.com/disclosures/australia-new-zealand/index.html。 巴西: 与CVM Resolution n. 20相关的信息披露请参阅https://www.gs.com/worldwide/brazil/area/gir/index.html。根据CVM Resolution n. 20第20条，在适用的情况下，对本研究报告内容负主要责任的巴西注册分析师为本报告开头部分标明的第一作者，除非报告末另有说明。 加拿大: 这些信息仅供您参考，在任何情况下都不应被理解为Goldman Sachs & Co. LLC对加拿大证券购买者进行有关任何加拿大证券交易的广告、要约或征求行为。Goldman Sachs & Co. LLC 未在适用的加拿大证券法规下注册为任何加拿大司法管辖区内的交易商，通常不被允许交易加拿大证券，并且可能被禁止在加拿大某些司法管辖区内销售某些证券和产品。若您想在加拿大交易任何加拿大证券或其他产品，请联系 Goldman Sachs Canada Inc. (高盛集团的关联机构) 或其他已注册的加拿大交易商。 香港: 可从高盛（亚洲）有限责任公司获取有关本报告中所研究公司的证券的额外资料。 印度: 可从高盛（印度）证券私人有限公司 （分析师 – 印度证券交易委员会(SEBI) 编号INH000001493，地址10th Floor, Ascent-Worli, Sudam Kalu Ahire Marg, Worli, Mumbai-400 025, India, 公司编号 U74140MH2006FTC160634, 电话 +91 22 6616 9000, 传真 +91 22 6616 9001） 获取有关本报告中研究对象或所提及公司的额外资料。高盛可能持有本报告中研究对象或所提及公司的证券（1956年印度《证券合同(管理)法》条款2(h)之定义）的1%或更高比例。 在SEBI注册并获得NISM认证并非对该中间机构表现的担保，亦不能对投资者回报做出保障。高盛（印度）证券私人有限公司合规负责人和投资者支持部门联系方式、年度合规审计报告副本以及其他相关信息和披露请点击此链接https://www.goldmansachs.com/worldwide/india/research-analyst。 日本: 见下文。 韩国: 除非高盛另行同意，本报告无论以何种方式取得，仅供《金融服务与资本市场法》定义的“专业投资者”使用。可从高盛（亚洲）有限责任公司首尔分公司获取有关本报告所研究公司的额外资料。 新西兰: Goldman Sachs New Zealand Limited及其关联机构并非1989年新西兰储备银行法定义的“注册银行”或“存款机构”。本研究报告以及本报告的其他形式内容只可分发给2008年财务顾问法案定义的 “批发客户”，在事先获得高盛许可的情况下可以有例外。 高盛澳大利亚和新西兰的利益披露请参见https://www.goldmansachs.com/disclosures/australia-new-zealand/index.html。 俄罗斯: 在俄罗斯联邦分发的研究报告并非俄罗斯法律所定义的广告，而是不以产品推广为主要目的的信息和分析，也不属于俄罗斯法律所界定的评估行为。 研究报告不构成俄罗斯法律法规定义的个性化投资建议，并非针对某个具体客户，在报告准备阶段也未分析客户的财务状况、投资特征或风险特征。高盛不对某个客户或任何其他人基于本报告可能做出的任何投资决策承担责任。 新加坡: 高盛（新加坡）私人公司（公司编号：198602165W）（受新加坡金融管理局监管）为本研究报告承担法律责任，若有由本研究报告所引发或与本研究报告相关的任何事宜，请联系高盛（新加坡）私人公司。 台湾: 本信息仅供参考，未经允许不得翻印。投资者应当谨慎考虑他们自身的投资风险，投资结果由投资者自行负责。 英国: 在英国根据金融市场行为监管局的定义可被分类为私人客户的人士参阅本报告的同时应当参阅高盛以往对本报告研究企业的研究报告，并应当参考高盛国际已经发给这些客户的风险警告资料。该风险警告资料复本，以及本报告中采用部分金融辞汇的解释可向高盛国际索取。

欧盟和英国: 与欧盟委员会实施条例 (EU) (2016/958)（欧盟议会和欧盟理事会条例(EU) No 596/2014的补充条款,规定了有关投资建议或其他投资策略的推荐或建议之信息的客观陈述,以及对特定利益或利益冲突进行披露的技术安排应达到的监管技术标准；英国脱离欧盟和欧洲经济区之后该实施条例被纳入英国国内法律法规）第6(2)条相关的披露信息可在https://www.gs.com/disclosures/europeanpolicy.html上获取，该网址介绍在处理和投资研究有关的利益冲突时应参照的欧洲政策。

日本: 高盛证券株式会社是在关东财务局注册（注册号：No. 69）的金融工具交易商，同时也是日本证券业协会日本金融期货业协会、第二类金融工具公司协会、日本投资信托协会以及日本投资顾问协会的成员。股票买卖需要缴纳与客户事先约定的佣金及消费税。关于日本证券交易所、日本证券交易商协会或日本证券金融公司所要求的适用的信息披露，请参见与公司有关的法定披露部分。

公司评级、研究范围和相关定义

买入、中性、卖出：分析师建议将评为买入或卖出的股票纳入地区投资名单。一只股票在投资名单中评为买入或卖出由其相对于所属研究范围的总体潜在回报决定。任何未获得买入或卖出评级且拥有活跃评级（即不属于暂停评级、暂无评级、处于初期阶段的生物科技公司、暂停研究或没有研究的股票）的股票均被视为中性评级。每个地区管理着地区强力买入名单，该名单选自各地区投资名单上评级为买入的股票，以总体潜在回报规模和/或实现回报的可能性为主要依据确立各自研究范围内的投资建议。将股票加入或移出此类强力买入名单，由各地区的投资评估委员会或其他指定委员会进行管理，并不意味着分析师对这些股票的投资评级发生了改变。

总体潜在回报：代表当前股价低于或高于一定时间范围内预测目标价格的幅度，包括所有已付或预期股息。分析师被要求对研究范围内的所有股票给出目标价格。总体潜在回报、目标价格及相关时间范围在每份加入投资名单或重申维持在投资名单的研究报告中都有注明。

研究范围：每个研究范围的所有股票名单可登陆https://www.gs.com/research/hedge.html通过主要分析师、股票和研究范围进行查询。

暂无评级(NR)：在高盛于涉及该公司的一项合并交易或战略性交易中担任咨询顾问时，或由于高盛参加一项交易而存在法律、监管或政策的限制时，并在某些其他情况下，投资评级、目标价格和盈利预测（如相关）根据高盛的政策被移除。处于初期阶段的生物科技公司：在该公司尚未拥有已通过II期临床试验的药品、治疗方案或医疗设备，或者尚未获得经销II期临床试验完成后药品、治疗方案或医疗设备的执照的情况下，根据高盛政策，不给予投资评级和目标价格。暂停评级(RS)：由于缺乏足够的基础去确定投资评级或价格目标，我们已经暂停对这种股票给予投资评级和目标价格。此前对这种股票作出的投资评级和目标价格(如有的话)将不再有效，因此投资者不应依赖该等资料。 暂停研究(CS)：我们已经暂停对该公司的研究。 没有研究(NC)：我们没有对该公司进行研究。

全球产品；分发机构

高盛全球投资研究部在全球范围内为高盛的客户制作并分发研究产品。高盛分布在其全球各办事处的分析师提供行业和公司的研究，以及宏观经济、货币、商品及投资组合策略的研究。本研究报告在澳大利亚由Goldman Sachs Australia Pty Ltd（ABN 21 006 797 897）分发；在巴西由Goldman Sachs do Brasil Corretora de Títulos e Valores Mobiliários S.A.分发；Public Communication Channel Goldman Sachs Brazil：0800 727 5764和/或contatogoldmanbrasil@gs.com。工作日（假期除外）上午9点至下午6点。Canal de Comunicação com o Público Goldman Sachs Brasil: 0800 727 5764 e/ou contatogoldmanbrasil@gs.com. Horário de funcionamento: segunda-feira à sexta-feira (exceto feriados), das 9h às 18h；在加拿大由Goldman Sachs & Co. LLC 分发；在香港由高盛（亚洲）有限责任公司分发；在印度由高盛（印度）证券私人有限公司分发；在日本由高盛证券株式会社分发；在韩国由高盛（亚洲）有限责任公司首尔分公司分发；在新西兰由Goldman Sachs New Zealand Limited 分发；在俄罗斯由高盛OOO 分发；在新加坡由高盛（新加坡）私人公司（公司号：198602165W）分发；在美国由高盛集团分发。高盛国际已批准本研究报告在英国分发。

高盛国际（由审慎监管局授权并接受金融市场行为监管局和审慎监管局的监管）已批准本研究报告在英国分发。

欧洲经济区: Goldman Sachs Bank Europe SE是一家在德国注册成立的信贷机构，在单一监管机制下接受欧洲央行的直接审慎监督，在其他方面接受德国联邦金融监管局(Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, BaFin)和德国联邦银行的监督，由该机构向欧洲经济区内分发研究报告。

一般性披露

本研究报告仅供我们的客户使用。除了与高盛相关的披露，本研究报告是基于我们认为可靠的目前已公开的信息，但我们不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该依赖该信息是准确和完整的。报告中的信息、观点、估算和预测均截至报告的发表日，且可能在不事先通知的情况下进行调整。我们会适时地更新我们的研究，但各种规定可能会阻止我们这样做。除了一些定期出版的行业报告之外，绝大多数报告是在分析师认为适当的时候不定期地出版。

高盛是一家集投资银行、投资管理和证券经纪业务于一身的全球性综合服务公司。全球投资研究部所研究的大部分公司与我们保持着投资银行业务和其它业务关系。美国证券经纪交易商高盛是SIPC(https://www.sipc.org)的成员。

我们的销售人员、交易员和其它专业人员可能会向我们的客户及自营交易部提供与本研究报告中的观点截然相反的口头或书面市场评论或交易策略。我们的资产管理部门、自营交易部和投资业务部可能会做出与本报告的建议或表达的意见不一致的投资决策。

本报告中署名的分析师可能已经与包括高盛销售人员和交易员在内的我们的客户讨论，或在本报告中讨论交易策略，其中提及可能会对本报告讨论的证券市场价格产生短期影响的推动因素或事件，该影响在方向上可能与分析师发布的股票目标价格相反。任何此类交易策略都区别于且不影响分析师对于该股的基本评级，此类评级反映了某只股票相对于报告中描述的研究范围内股票的回报潜力。

本报告来源于“慧博投研”，请勿外传!

我公司及其关联机构、高级职员、董事和雇员，除法规及高盛的制度所禁止的情况外，将不时地对本研究报告所涉及的任何证券、衍生工具、或其他金融工具（包括本研究报告提及公司所发行的任何金融工具）持有多头或空头头寸、担任交易对手、担任做市商或流动性提供方、以及进行买卖。

在高盛组织的会议上的第三方演讲嘉宾（包括高盛其它部门人员）的观点不一定反映全球投资研究部的观点，也并非高盛的正式观点。

在此提到的任何第三方，包括销售人员、交易员和其它专业人士或其家庭成员，可能持有本报告提及的且与本报告分析师所表达的观点不一致的产品头寸。

在任何要约出售股票或征求购买股票要约的行为为非法的司法管辖区内，本报告不构成该等出售要约或征求购买要约。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及(若有必要)寻求专家的意见，包括税务意见。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

某些交易，包括牵涉期货、期权和其它衍生工具的交易，有很大的风险，因此并不适合所有投资者。投资者可以向高盛销售代表取得或通过https://www.theocc.com/about/publications/character-risks.jsp和https://www.goldmansachs.com/disclosures/cftc_fcm_disclosures取得当前期权和期货的披露文件。对于包含多重期权买卖的期权策略结构产品，例如，期权差价结构产品，其交易成本可能较高。与交易相关的文件将根据要求提供。

全球投资研究部提供的不同服务层级：根据您对接收沟通信息的频率和方式的个人偏好、您的风险承受能力、投资重心和视角（例如整体市场、具体行业、长线、短线）、您与高盛的整体客户关系的规模和范围、以及法律法规限制等各种因素，高盛全球投资研究部向您提供的服务层级和类型可能与高盛提供给内部和其他外部客户的服务层级和类型有所不同。例如，某些客户可能要求在关于某个证券的研究报告发表之时收到通知，某些客户可能要求我们将内部客户网上提供的分析师基本面分析背后的某些具体数据通过数据流或其它途径以电子方式发送给他们。分析师基本面研究观点（如股票评级、目标价格或盈利预测大幅调整）的改变，在被纳入研究报告、并通过电子形式发表在内部客户网上或通过其它必要方式向有权接收此类研究报告的所有客户大范围发布之前，不得向任何客户透露。

所有研究报告均以电子出版物的形式刊登在我们的内部客户网上并向所有客户同步提供。并非所有研究内容都转发给我们的客户或者向第三方整合者提供，高盛也并不对由第三方整合者转发的我们研究报告承担任何责任。如需了解可向您提供的有关一个或多个证券、市场或资产类别的研究报告、模型或其它数据（包括相关服务），请联络您的高盛销售代表或登陆https://research.gs.com。

披露信息可以查阅https://www.gs.com/research/hedge.html或向研究合规部索取，地址是200 West Street，New York，NY 10282。

高盛版权所有 © 2026年

对于通过这些服务获取的信息，您仅可出于自行使用的目的进行保存、展示、分析、修改、重新排版和打印。未经高盛明确书面同意，您不得将这些信息转售或进行逆向处理从而用于计算或开发任何用于披露和/或营销的指数、或生成任何其他衍生产品或商业产品、数据或其他产品或服务。未经高盛明确书面同意，您不得以任何形式将这些信息的整体或部分向任何第三方发布、传输或复制。上述限制性要求的适用范围包括但不限于：使用、提取、下载或获取这些信息的整体或部分从而用于对机器学习或人工智能系统的训练或微调、或将这些信息的整体或部分提供或复制给任何此类系统作为提示词或输入信息。

