



Duolingo (DUOL.US): 寓教于乐, 创意营销, “学习”也可以“上瘾”

Duolingo 是全球用户最多的语言学习平台之一, MAU 达 1.13 亿(3Q24), 公司将游戏元素融入免费内容, 通过 AI 赋能, 依靠付费订阅、广告和 DET 考试认证等方式进行变现。我们看好公司的创新模式持续推动用户增长, 未来空间广阔。首次覆盖 Duolingo (DUOL.US), 给予“买入”评级, 目标价为 400 美元, 潜在升幅 16%。

- 寓教于乐, 重塑语言学习方式, 提升用户粘性:** Duolingo 将游戏元素融入语言教育, 包括排行榜、宝石机制等, 显著提升用户粘性, 同时降低用户门槛。截至 3Q24, Duolingo 月活用户 1.13 亿, 同比增长 36%。目前 Duolingo 覆盖 40 多种语言课程, 而全球约有超过 20 亿人在学习外语, 用户渗透率不到 6%, 市场空间广阔, 我们预计 2026 年 MAU 或达到 1.76 亿, 复合增长率 30%。
- 家庭计划和 Duolingo Max 助力商业化:** 付费订阅是 Duolingo 收入支柱, 贡献八成左右。Super Duolingo 可以享用增值服务, 如免看广告、离线学习等。公司还推出高级订阅服务 Duolingo Max, 强化 AI 属性, 成为新的增长驱动。截至 3Q24, 付费订阅用户 860 万人次, 同比增长 48%, 付费率约 7.6%。随着家庭计划的普及和 Duolingo Max 应用的推广, 我们预计 2026 年付费人数有望突破 1560 万, 复合增长 33%。
- DET 考试或成托福、雅思平替, 创意营销不断出圈:** Duolingo 推出的 DET (Duolingo English Test) 相对于传统测试如托福、雅思, 更加方便、实惠, 已获得全球超 5000 所高校和项目认可。Duolingo 采取“社交优先”的营销策略, 通过流行文化、社交媒体进行品牌宣传, 不断出圈, 吸引年轻用户。此外, 公司通过“多儿”和“拽姐”等生动卡通形象, 进行劝学, 增强互动交流, 保持用户粘性。
- 首予“买入”评级, 目标价为 400 美元:** 我们看好公司的创新模式推动持续用户强劲增长, 市场空间广阔。首予“买入”评级, 给予目标价 400 美元, 对应 FY25E/26E 60x/43x EV/EBITDA、68x/52x P/E。
- 投资风险:** 用户增长不及预期; 投入加大或导致利润率波动; 竞争加剧; 人工智能对业绩提升不及预期

图表 1: 盈利预测和财务指标

美元百万	FY22	FY23	FY24E	FY25E	FY26E
营业收入	369	531	742	961	1,218
经营利润	(65)	(13)	66	120	196
净利润	16	94	189	279	390
目标 EV/EBITDA (x)			88.3	60.0	42.9

E=浦银国际预测 资料来源: 公司报告、浦银国际

赵丹

首席互联网分析师
dan_zhao@spdbi.com
(852) 2808 6436

杨子超, CFA

互联网分析师
charles_yang@spdbi.com
(852) 2808 6409

2024 年 12 月 16 日

Duolingo (DUOL.US)

买入

目标价 (美元)	400
潜在升幅/降幅	+16%
目前股价 (美元)	344.35
52 周内股价区间 (美元)	145.0-378.5
总市值 (百万美元)	15,162
近 3 月日均成交额 (百万)	176

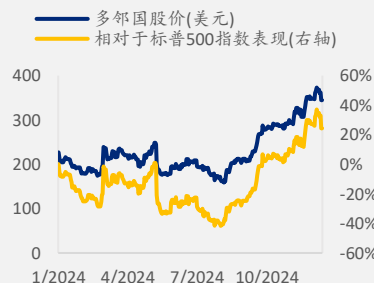
注: 截至 2024 年 12 月 11 日收盘价

市场预期区间



资料来源: Bloomberg、浦银国际

股价表现



资料来源: Bloomberg、浦银国际

目录

寓教于乐，重塑语言学习方式	6
游戏属性拉满，让“学习”变得“上瘾”	6
市场空间广阔，渗透率持续提升	7
家庭计划和 Duolingo Max 助力商业化	8
DET 影响力逐渐扩大，创意营销不断出圈	10
DET 或成为托福、雅思平替，影响力逐步扩大	10
“社交优先”创新营销，吸引年轻用户	11
财务预测	12
估值分析与预测	13
投资风险	14
SPDBI 乐观与悲观情景假设	15
财务报表	17

财务报表分析与预测

利润表

美元百万	FY22	FY23	FY24E	FY25E	FY26E
收入	369	531	742	961	1,218
收入成本	(99)	(142)	(199)	(255)	(322)
毛利	270	389	544	706	897
销售费用	(150)	(194)	(234)	(288)	(353)
销售费用	(67)	(76)	(90)	(106)	(128)
管理费用	(118)	(132)	(153)	(192)	(219)
其他费用	-	-	-	-	-
经营盈利	(65)	(13)	66	120	196
利息支出	7	31	42	44	46
其他收益	(1)	(0)	(1)	-	-
除税前盈利	(59)	18	107	164	242
所得税开支	(1)	(2)	(8)	(20)	(36)
其他盈利	-	-	-	-	-
年度盈利	(60)	16	99	145	206
调整后EBITDA	16	94	189	279	390

现金流量表

美元百万	FY22	FY23	FY24E	FY25E	FY26E
净利润	(60)	16	99	145	206
折旧与摊销	5	7	8	9	9
营运资金变动	35	35	65	67	79
其他非现金调整	74	96	115	136	166
经营活动现金流	54	154	287	356	460
资本性支出	(10)	(14)	(18)	(23)	(30)
投资	-	-	-	-	-
其他投资活动	(4)	-	-	-	-
投资活动现金流	(14)	(14)	(18)	(23)	(30)
借款	-	-	-	-	-
股本	-	-	-	-	-
其他融资活动	15	2	8	-	-
融资活动现金流	15	2	8	-	-
汇兑收益及其他	-	-	-	-	-
现金及现金等价物增加净额	54	142	277	333	430
期初的现金及现金等价物	554	608	750	1,028	1,361
期末的现金及现金等价物	608	750	1,028	1,361	1,791

资产负债表

美元百万	FY22	FY23	FY24E	FY25E	FY26E
固定资产	13	12	13	14	16
无形资产	8	16	25	38	57
商誉	4	4	4	4	4
其他非流动资产	25	24	24	24	24
非流动资产合计	50	56	66	80	101
应收账款	47	89	124	161	204
现金及现金等价物	608	748	1,025	1,358	1,788
其他流动资产	42	61	61	61	61
流动资产合计	697	898	1,211	1,581	2,054
资产总额	747	954	1,277	1,661	2,155
权益总额	542	656	878	1,159	1,531
非流动负债合计	24	21	21	21	21
应付账款及票据	1	2	3	4	6
递延收入	158	249	348	451	572
其他流动负债	23	26	26	26	26
流动负债合计	182	277	377	481	603
负债总额	205	298	399	502	624
权益及负债总额	747	954	1,277	1,661	2,155

主要财务比率

	FY22	FY23	FY24E	FY25E	FY26E
盈利增速					
营业收入增速	47.3%	43.7%	39.8%	29.5%	26.8%
毛利润增速	48.7%	44.0%	39.7%	30.0%	26.9%
经营利润增速	8.6%	-79.7%	NM	81.9%	63.3%
净利润增速	-0.9%	NM	517.8%	45.6%	42.6%
调整后净利润增速	NM	480.0%	76.1%	35.2%	31.6%
盈利能力比率					
毛利率	73.1%	73.2%	73.2%	73.5%	73.6%
经营利润率	-17.6%	-2.5%	8.9%	12.5%	16.1%
净利率	-16.1%	3.0%	13.4%	15.0%	16.9%
调整后净利率	5.7%	23.0%	29.0%	30.3%	31.5%
每股指标 (美元)					
EPS	-1.5	0.3	2.0	2.9	4.1
调整后EPS	0.5	2.5	4.3	5.9	7.7
估值 (倍)					
目标EV/EBITDA			88.3	60.0	42.9
目标P/S			26.7	20.7	16.3

E=浦银国际预测

资料来源: Bloomberg、浦银国际预测

Duolingo (DUOL.US): 寓教于乐，创意营销，“学习”也可以“上瘾”

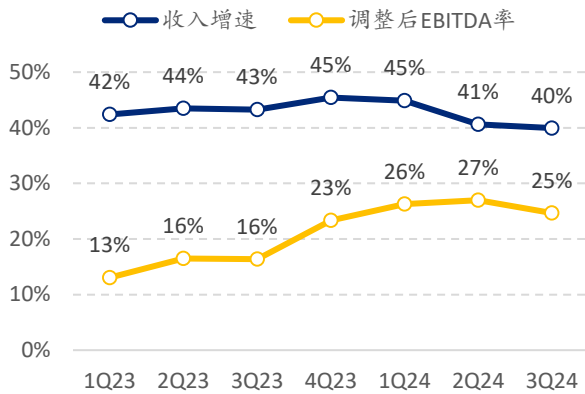
Duolingo 创建于 2011 年，总部位于美国宾夕法尼亚州匹兹堡，专注科技赋能教育。公司旗舰产品 DuolingoAPP，是全球在线用户最多的语言学习的 APP 平台之一，月活 1.13 亿。DuolingoAPP 面向全球各年龄段用户提供 40 多种语言的学习课程，覆盖语法、词汇、听说读写等方面。公司基于提供免费的语言学习内容，通过广告、付费订阅和考试认证等方式获取收入。游戏化内容配合生成式 AI、社交媒体营销、家庭订阅制等多项创新，让 Duolingo 月活用户保持高速增长。

Duolingo 结合语言教育属性，将游戏元素融入其中。公司采用了多种游戏化设计，包括经验值系统、排行榜、宝石机制等。游戏机制显著提高用户参与度，进一步提升了用户粘性。此外，Duolingo 采取“社交优先”的营销策略，通过流行文化、社交媒体进行品牌宣传，吸引年轻用户。

AI+教育商业化率先落地：Duolingo 拥有强大的 AI 技术实力，基于用户数据训练出 AI 算法，产品功能适配性更高。公司拥有机器学习模型 Birdbrain，利用 Duolingo 平台上每天超十亿用户练习的数据，为用户提供定制难度的练习和个性化服务。AI 还为公司带来了新的产品套餐：公司于 2021 年开始与 OpenAI 合作，并于 2023 年宣布将 ChatGPT-4 接入其产品，推出付费选项 Duolingo Max，新功能包括：解释答案、角色扮演和课堂教练等。

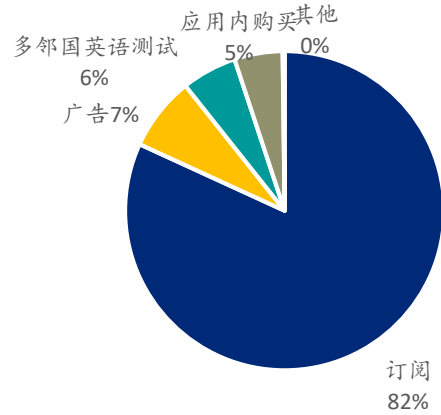
Duolingo 的营收主要来源于产品订阅收入、广告收入、DET (Duolingo English Test) 收入及其他收入。订阅业务是 Duolingo 的主营业务，占比约八成，其他业务线收入均不到 10%。

图表 2: Duolingo 收入增速及利润率



资料来源: 公司资料、浦银国际

图表 3: Duolingo 收入结构 (3Q24)



资料来源: 公司资料、浦银国际

公司不断丰富产品矩阵，打造 Duolingo 全面学习平台：

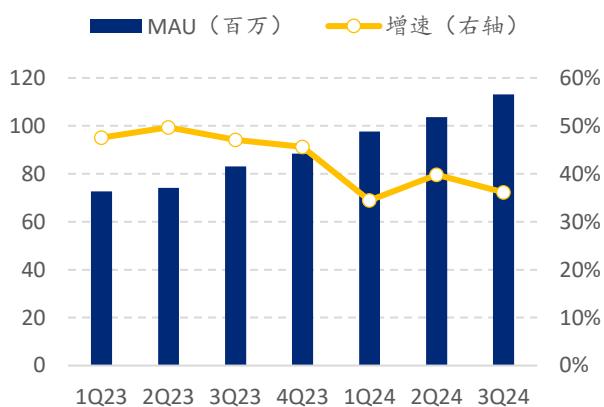
- 1) Duolingo 是公司旗舰语言学习 app，提供基础的免费语言学习服务；
- 2) Super Duolingo 是 Duolingo 的付费增值服务，为订阅用户提供无广告和更多高级功能。相比于免费版本，Super 用户可以享受无广告学习，可下载离线课程，拥有无限测试机会，设定每日学习目标等功能；
- 3) Duolingo English Test (DET) 是公司自主研发的 AI 驱动在线英语考试服务，考生可以自行进行在线英语测试，只需要用电脑、摄像头和麦克风参加为期一个小时的在线考试，就可在 48 小时内获得成绩报告。DET 已获得全球 5000 多所高校认可。考试单次费用仅为 65 美元，远低于雅思和托福考试价格；
- 4) DuolingoABC 面向 3-6 岁儿童提供早期语言学习；
- 5) DuolingoMath 是 2022 年 10 月推出的学习数学的独立 APP 应用；
- 6) Duolingofor Schools，提供教师使用的语言教学工具，可以给学生分配学习任务并跟踪他们的学习进度，提高教学效率。
- 7) Duolingo 音乐，各地陆续上线中。

寓教于乐，重塑语言学习方式

● 游戏属性拉满，让“学习”变得“上瘾”

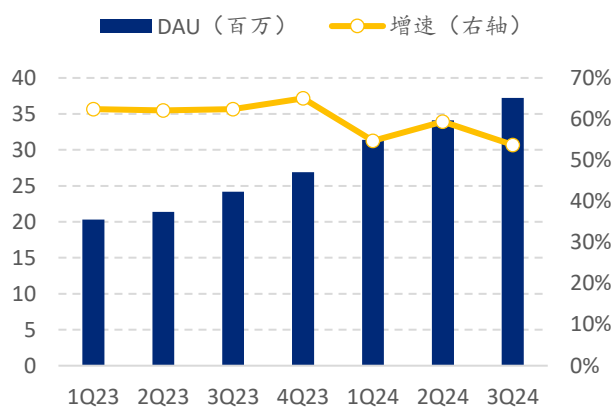
Duolingo 并非语言应试类 APP，游戏化模式大大降低了用户学习语言的门槛，也更合适对于语言学习感兴趣的初学者。Duolingo 游戏属性拉满，寓教于乐，有助于激发用户积极性，提升用户活跃度与留存率。为了让用户迅速获得成就感，课时设置较短，充分利用碎片化时间。截至 3Q24，Duolingo 全球月活用户已超 1.13 亿，同比增长 36%；日活跃用户为 3720 万，同比增长 54%。

图表 4: Duolingo MAU 增长



资料来源：公司资料、浦银国际

图表 5: Duolingo DAU 增长



资料来源：公司资料、浦银国际

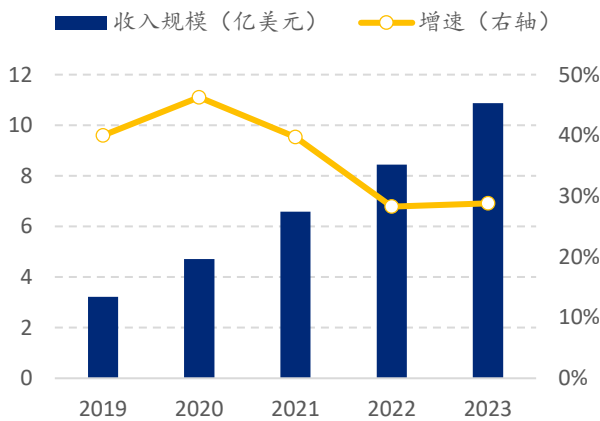
- **Duolingo 采用“闯关”模式，鼓励用户过关升级。**在闯关模式中，用户只有完成一关挑战，才能进入下一关。闯关任务相对简单，包括单词与图片、翻译和发音等之间的匹配等模式，一般只需用 2 至 3 分钟即可完成。
- **Duolingo 通过“排行榜”机制，激发用户好胜心。**类似于游戏机制，Duolingo 也根据用户体验等级，设立了 10 个段位，包括青铜、银灰、黄金、蓝宝石、红宝石、祖母绿、紫水晶、珍珠、黑曜石和钻石，从而鼓励用户主动学习。
- **Duolingo 还引入了红心、宝石、以及连胜等激励机制。**“红心”：每人原始 5 颗红心，答错一题扣一颗，做附加练习可获得红心；“宝石”：用户答题正确率越高，获得宝石越多，可用于兑换连胜战绩、购买道具等；“连胜挑战”：用户每天打卡完成一个单元学习，即可获得连胜记录，帮助养成每日打卡习惯。每五个 DAU 中就有一人拥有超过 365 天的连击。

● 市场空间广阔，渗透率持续提升

美国是 Duolingo 用户数量最多的国家，约占全球总用户数的四分之一。而在美国以外的其他国家，Duolingo 整体渗透率还较低，保持快速增长。全球约有超过 20 亿人正在学习一门外国语言，Duolingo 的渗透率仅为 6%，仍有很大提升空间。我们预计 2026 年 MAU 或达到 1.76 亿，复合增长率 30%，是公司收入增长的主要驱动。

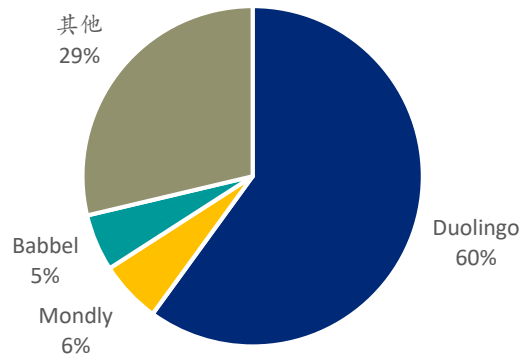
根据观研天下数据，2023 年全球在线语言学习 APP 行业收入达 10.87 亿美元，2018-2023 年复合增长率为 36.43%；市场份额方面，2023 年 Duolingo 约占全球在线语言学习 APP 总使用量的 60%，处于领先地位。

图表 6：全球在线语言学习 APP 行业收入规模



资料来源：观研天下、浦银国际

图表 7：全球在线语言学习 APP 市场份额 (2023)



资料来源：观研天下、浦银国际

全球在线语言学习行业玩家众多，竞争激烈，各有侧重。Duolingo 通过游戏化的学习模式吸引入门，更加适合寻求轻松学习的用户；Rosetta Stone 打造沉浸式学习方式和英语环境，适合全方位学习；Babbel 则提供大量与日常生活相关的对话练习，更加注重实用英语的练习；HelloTalk 和 Tandem 提供真实交流机会，更适合侧重提高口语和听力技能的用户。Duolingo 管理层曾表示，竞争对手从来不是其他学习类软件，而是 TikTok、手游等娱乐软件。

家庭计划和 Duolingo Max 助力商业化

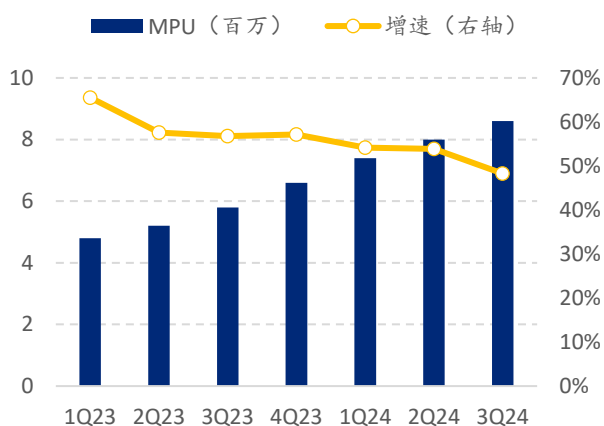
公司基于免费的语言学习内容，主要通过付费订阅方式进行变现。付费订阅是 Duolingo 收入支柱，贡献八成左右。付费会员（Super Duolingo，个人按月购买，需 12.99 美元/月）可以解锁增值服务，如消除广告、离线学习、无限制练习等。Duolingo 也在积极推动家庭计划的普及和 Duolingo Max 应用的推广，预计将在未来几个季度对于商业变现产生更加积极的影响。截至 3Q24，订阅收入占到总收入的八成左右。付费订阅用户 860 万人次，同比增长 48%，付费率约 7.6%。随着家庭计划的普及和 Duolingo Max 应用的推广，我们预计 2026 年付费人数有望突破 1560 万，年均复合增长 33%。

图表 8：订阅会员 vs 免费

免费	Super	Super 家庭套餐
<ul style="list-style-type: none"> ✓ 学习内容 ✗ 无限红心 ✗ 量身定制练习 ✗ 挑战传奇不限次 ✗ 免广告 	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 学习内容 ✓ 无限红心 ✓ 量身定制练习 ✓ 挑战传奇不限次 ✓ 免广告 	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 学习内容 ✓ 无限红心 ✓ 量身定制练习 ✓ 挑战传奇不限次 ✓ 免广告 ✓ 最多可以 6 人组团，一起享用福利，更快学好外语

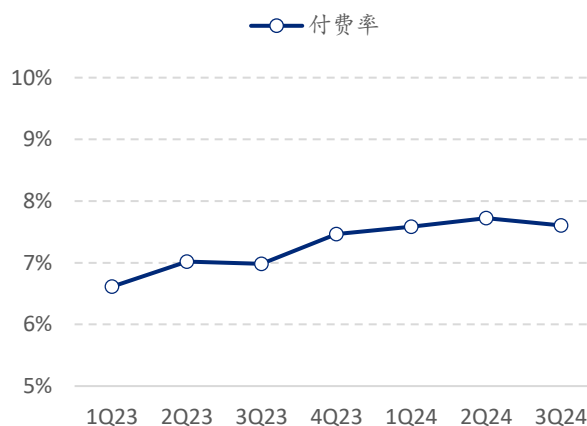
资料来源：公司资料、浦银国际

图表 9：Duolingo MPU 增长



资料来源：公司资料、浦银国际

图表 10：Duolingo 付费率



资料来源：公司资料、浦银国际

家庭计划：Super Duolingo 家庭组最多可由 6 个成员组成，所有成员共享一个订阅计划，分摊费用，可以显著降低每个人的成本。Super Duolingo 家庭计划提供了丰富的功能和高效的学习体验，具有性价比，非常适合家庭成员或朋友组团使用。目前，家庭计划约占订阅者的 20%，并且比个人计划有更高的留存率。

Duolingo Max：公司于 2023 年宣布将 ChatGPT-4 接入其产品，推出付费选项 Duolingo Max，包括几大新功能：解释答案、角色扮演和课堂教练。截至 2Q24，Duolingo Max 用户在 DAU 占比约 15%，陆续向更多用户推出。今年 9 月，Duolingo 上线 AI 驱动的新功能，包括视频通话和 Duolingo 大冒险。在“视频通话”功能中，用户可以与拽姐（Duolingo 角色）对话，对话内容会根据用户水平进行自适应调整。“Duolingo 大冒险”则是一个类似探索类游戏的功能，用户可以沉浸在 Duolingo 世界中，体验丰富的动态剧情设定，通过结合上下文来与拽姐、奥斯卡等高人气角色对话，完成任务。

图表 11：新功能-视频通话



资料来源：公司资料、浦银国际

图表 12：新功能-Duolingo 大冒险



资料来源：公司资料、浦银国际

DET 影响力逐渐扩大，创意营销不断出圈

• DET 或成为托福、雅思平替，影响力逐步扩大

相比于传统测试，DET 考试更加便捷、实惠。2016 年，Duolingo 推出 DET 线上英语测试，改变传统语言水平测试的线下模式，提供一种更方便、更实惠的在线测试手段。

- 考生 1 小时完成测试，2 天即可收到测试结果，30 天内最多可购买 3 次考试，并且可以将经认证的测试结果分享给不限数量的院校，无需支付额外费用；
- Duolingo 英语测试的费用约为其他传统考试价格的 1/4 左右；

DET 品牌影响力逐步扩大，认可度不断提升。目前全球已有超过 5000 所院校机构认可 DET 的考试成绩，其中，北美院校接近普遍认可，2024 年排名前 100 的美国本科大学中有 96 所接受 DET 成绩作为英语水平证明，北美顶级研究生课程/项目大部分均接受 DET 成绩；而 QS 排名前 15 的加拿大英语教学大学中有 13 所都认可 DET 成绩。

图表 13：英语考试对比

	DET	托福	雅思
费用	US\$ 65	US\$ 225	US\$ 215-310
测试时长	1 小时	约 2 小时	约 3 小时
有效期	2 年	2 年	2 年
认可度	超过 5500 院校机构认可	广受认可	广受认可
免费成绩寄送	不限	4 份	5 份

资料来源：公开资料、浦银国际

AI 赋能，采用“自适应”考试模式。AI 技术是 Duolingo 英语测试的核心和基础，早在 2021 年，DET 与 OpenAI 开始了技术合作，Duolingo 也是 OpenAI 公布的首批 GPT-4 用例中的教育科技公司之一。DET 从题目生成、测试、评分等各流程均使用了 AI 技术。作为在线测试，DET 采用了“自适应”的考试模式，即题目难度会根据测试者的答题水平而改变，每个考生遇到的题目都是不同的，根据做对的题目难度来确定分数，这也就是说，考生做对的题目越难，最后得到的分数就越高。

● “社交优先” 创新营销，吸引年轻用户

卡通形象深入人心，提升营销效率。Duolingo 坚持“社交优先”的营销策略，通过流行文化、社交媒体进行品牌宣传，不断出圈，吸引年轻用户。公司创立了“多儿”和“拽姐”为代表的多个卡通形象，这些卡通形象已成为社交媒体上的热议话题，进一步提升营销效率，带来销售费率的持续优化。和其他在线教育 app 相比，Duolingo 的销售费率明显优于同业。

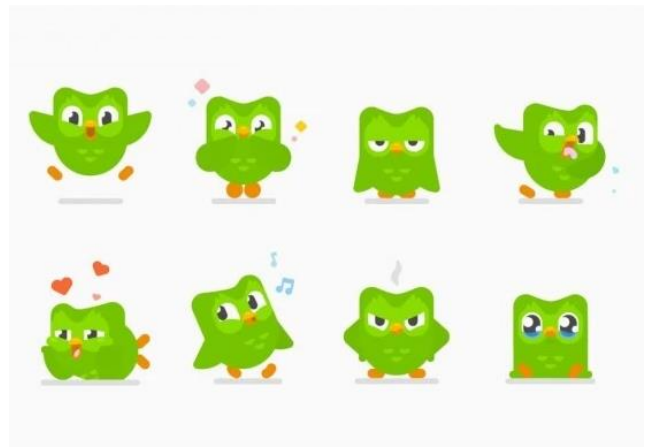
劝学式营销，提升用户粘性。Duolingo 的这些卡通形象也会根据用户不同场景设置相应的表情包，不定时进行劝学，增强和用户之间的互动交流，从而进一步提升用户粘性。

图表 14: Duolingo “劝学组” 卡通形象



资料来源：公司资料、浦银国际

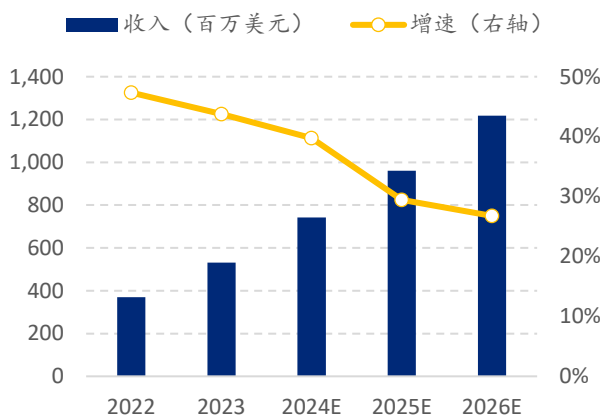
图表 15: Duolingo “多儿” 表情包



资料来源：公司资料、浦银国际

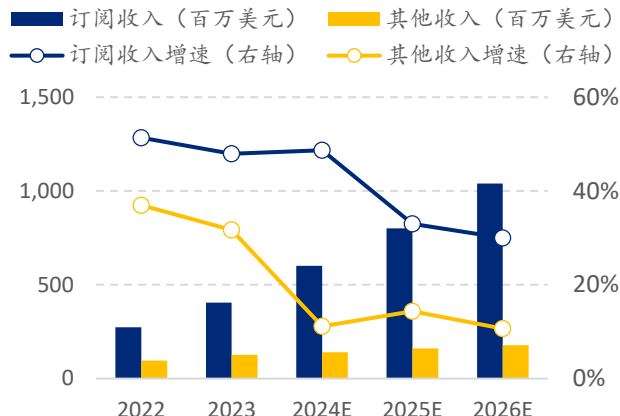
财务预测

图表 16: 收入预测



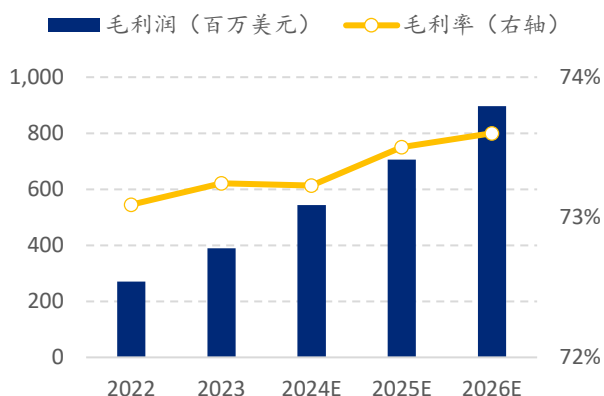
E=浦银国际预测, 资料来源: 公司资料、浦银国际

图表 17: 分部业务收入占比预测



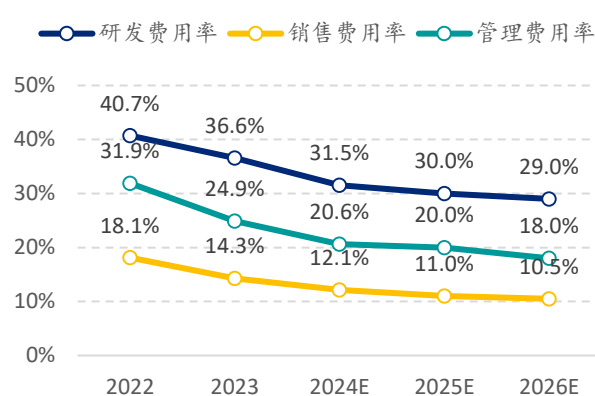
E=浦银国际预测, 资料来源: 公司资料、浦银国际

图表 18: 毛利润预测



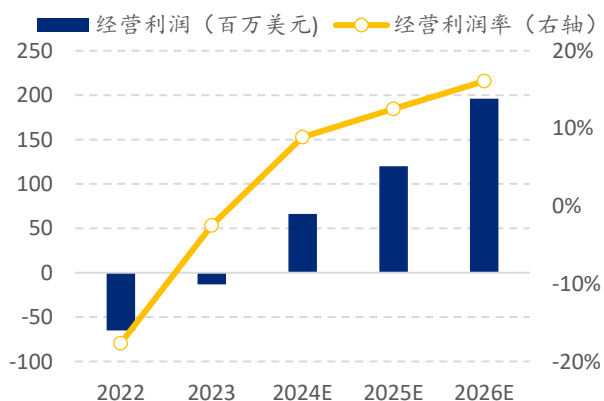
E=浦银国际预测, 资料来源: 公司资料、浦银国际

图表 19: 营业费用率预测



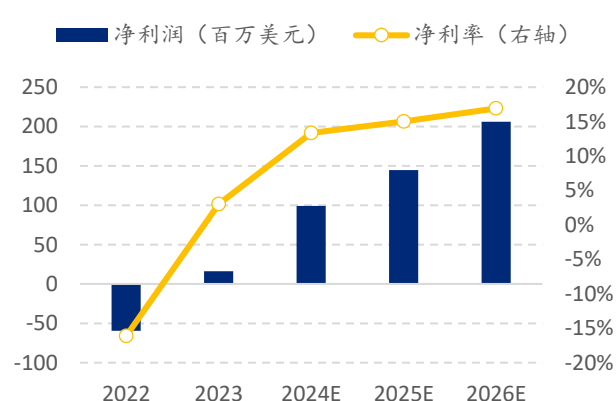
E=浦银国际预测, 资料来源: 公司资料、浦银国际

图表 20: 经营利润预测



E=浦银国际预测, 资料来源: 公司资料、浦银国际

图表 21: 净利润预测



E=浦银国际预测, 资料来源: 公司资料、浦银国际

估值分析与预测

首予“买入”评级，目标价 400 美元

我们认为 AI 教育行业未来市场空间广阔，公司渗透率还有很大提升空间。Duolingo 作为 AI 教育龙头，稀缺性标的，享有估值溢价。同时，考虑到公司收入及利润处于快速增长阶段，高增长将快速消化高估值。我们给予公司 FY25E 1.0x EV/EBITDA/G，预计 FY23-FY26E EBITDA 年均复合增速约 60%，对应 FY25 60x EV/EBITDA，得到目标价 400 美元，对应 FY25E/26E 68x/52x P/E，首次覆盖 Duolingo，给予“买入”评级。

图表 22: Duolingo 估值

(美元百万)	FY25E
EBITDA	279
EV/EBITDA (x)	60x
EV	16,722
净现金	880
市值	17,602
股数 (百万)	44
目标价(美元)	400

注：E=浦银国际预测

资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 23: 浦银国际目标价：Duolingo (DUOL.US)



注：截至 2024 年 12 月 11 日收盘

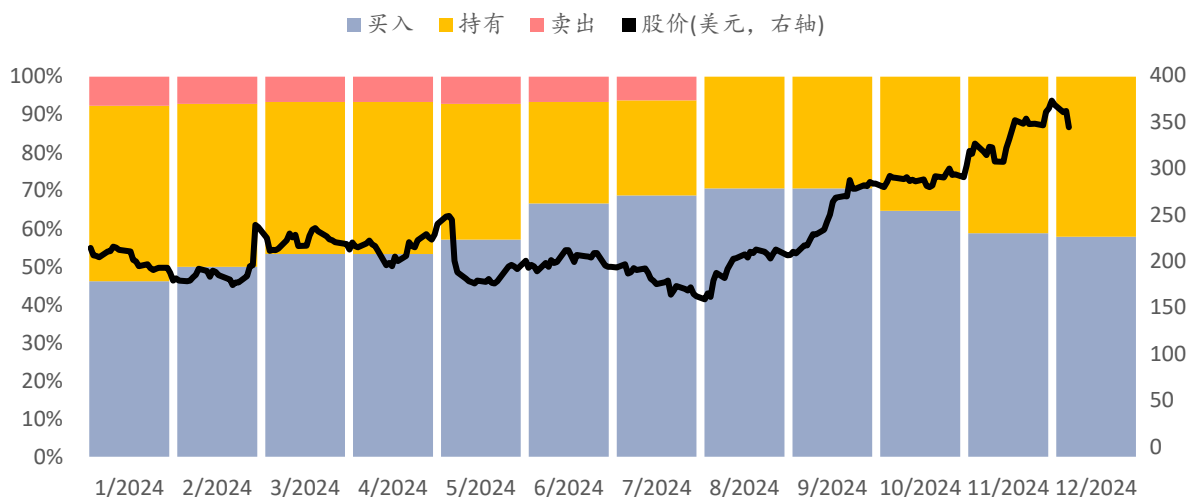
资料来源：Bloomberg、浦银国际预测

投资风险

- 用户增长不及预期,若新用户增长不及预期,可能会影响公司收入增长;
- 投入加大或导致利润下滑,若公司持续加大研发投入,或对短期利润率带来波动;
- 行业竞争加剧,在线教育市场玩家众多,可能会加剧市场竞争;
- 人工智能对于业务增长推动不及预期,可能会造成 Duolingo Max 推广不及预期。

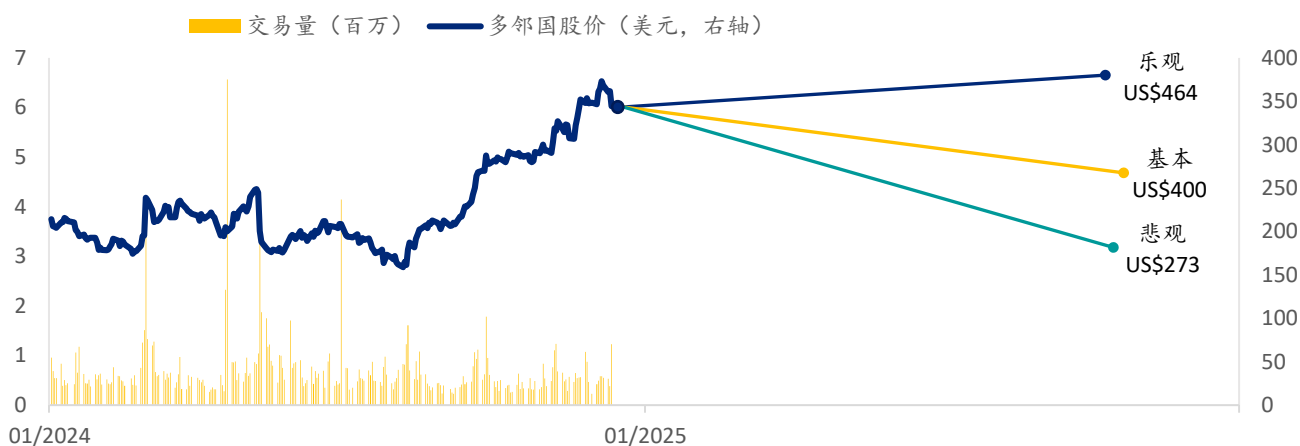
SPDBI 乐观与悲观情景假设

图表 24: 市场普遍预期: Duolingo (DUOL.US)



资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 25: SPDBI 情景假设: Duolingo (DUOL.US)



乐观情景: 公司收入利润好于预期
(概率: 20%)

目标价: 464 美元

- 活跃用户保持高增长;
- 付费率加速提升;
- 利润率快速改善。

悲观情景: 公司收入利润不及预期
(概率: 20%)

目标价: 273 美元

- 用户增长放缓;
- 付费用户率下滑;
- 利润率增长放缓。

资料来源: 浦银国际预测

图表 26: SPDBI 互联网行业覆盖公司

股票代码	公司	现价 (交易货币)	评级	目标价 (交易货币)	评级/目标价/预测 发布日期	行业
9988 HK Equity	阿里巴巴	86.20	持有	91.00	18/11/2024	电商
BABA US Equity	阿里巴巴	88.98	持有	94.00	18/11/2024	电商
9618 HK Equity	京东	149.00	买入	162.00	20/11/2024	电商
JD US Equity	京东	38.21	买入	42.00	20/11/2024	电商
PDD US Equity	拼多多	103.42	买入	129.00	22/11/2024	电商
VIPS US Equity	唯品会	13.78	持有	14.00	20/11/2024	电商
9878 HK Equity	汇通达	17.70	买入	36.00	3/4/2024	电商
9991 HK Equity	宝尊	7.00	持有	21.00	9/9/2022	电商
BZUN US Equity	宝尊	2.74	持有	8.00	9/9/2022	电商
700 HK Equity	腾讯	409.80	买入	500.00	14/11/2024	游戏、社交
NTES US Equity	网易	96.90	买入	103.00	15/11/2024	游戏
9999 HK Equity	网易	149.80	买入	160.00	15/11/2024	游戏
9626 HK Equity	哔哩哔哩	155.40	买入	177.00	15/11/2024	游戏、中视频
BILI US Equity	哔哩哔哩	20.23	买入	23.00	15/11/2024	游戏、中视频
777 HK Equity	网龙	10.60	买入	15.00	3/9/2024	游戏
2400 HK Equity	心动	24.50	买入	22.00	3/9/2024	游戏
799 HK Equity	IGG	3.87	买入	4.00	3/9/2024	游戏
1119 HK Equity	创梦天地	2.46	买入	3.70	17/10/2023	游戏
HUYA US Equity	虎牙	3.16	买入	4.00	13/11/2024	游戏直播
DOYU US Equity	斗鱼	11.32	持有	7.70	13/9/2024	游戏直播
3690 HK Equity	美团	167.00	买入	200.00	2/12/2024	本地生活服务
1024 HK Equity	快手	46.60	买入	55.00	21/11/2024	短视频
780 HK Equity	同程旅行	18.94	买入	18.00	21/8/2024	OTA
2013 HK Equity	微盟	1.62	买入	4.80	17/8/2023	SaaS
3888 HK Equity	金山软件	33.65	买入	36.00	22/11/2023	SaaS
600588 CH Equity	用友网络	12.54	买入	21.00	21/8/2023	SaaS
268 HK Equity	金蝶	9.58	买入	15.00	21/8/2023	SaaS
909 HK Equity	明源云	2.98	买入	28.00	14/12/2021	SaaS
8083 HK Equity	中国有赞	0.12	持有	1.20	12/8/2021	SaaS
SE US Equity	Sea	116.67	买入	125.00	13/11/2024	电商、游戏
U US Equity	Unity	26.55	买入	25.00	8/11/2024	软件
MSFT US Equity	Microsoft	448.99	买入	500.00	31/10/2024	软件
APP US Equity	AppLovin	338.21	买入	394.00	20/11/2024	广告
AMZN US Equity	Amazon	230.26	买入	263.00	6/12/2024	电商、云计算
GOOGL US Equity	Alphabet	195.40	买入	202.00	6/12/2024	广告、云计算
GOOG US Equity	Alphabet	196.71	买入	202.00	6/12/2024	广告、云计算
META US Equity	Meta	632.68	买入	763.00	6/12/2024	广告、社交
DUOL US Equity	Duolingo	344.35	买入	400.00	16/12/2024	教育

注: 股价截至 2024 年 12 月 11 日

资料来源: Bloomberg、浦银国际

财务报表

图表 27: 损益表

美元百万	FY22	FY23	FY24E	FY25E	FY26E
损益表					
收入	369	531	742	961	1,218
收入成本	(99)	(142)	(199)	(255)	(322)
毛利	270	389	544	706	897
销售费用	(150)	(194)	(234)	(288)	(353)
销售费用	(67)	(76)	(90)	(106)	(128)
管理费用	(118)	(132)	(153)	(192)	(219)
其他费用	-	-	-	-	-
经营盈利	(65)	(13)	66	120	196
利息支出	7	31	42	44	46
其他收益	(1)	(0)	(1)	-	-
除税前盈利	(59)	18	107	164	242
所得税开支	(1)	(2)	(8)	(20)	(36)
其他盈利	-	-	-	-	-
年度盈利	(60)	16	99	145	206
调整后EBITDA	16	94	189	279	390

E=浦银国际预测

资料来源: 公司年报, 浦银国际

图表 28: 资产负债表

美元百万	FY22	FY23	FY24E	FY25E	FY26E
资产负债表					
固定资产	13	12	13	14	16
无形资产	8	16	25	38	57
商誉	4	4	4	4	4
其他非流动资产	25	24	24	24	24
非流动资产合计	50	56	66	80	101
应收账款	47	89	124	161	204
现金及现金等价物	608	748	1,025	1,358	1,788
其他流动资产	42	61	61	61	61
流动资产合计	697	898	1,211	1,581	2,054
资产总额	747	954	1,277	1,661	2,155
权益总额	542	656	878	1,159	1,531
非流动负债合计	24	21	21	21	21
应付账款及票据	1	2	3	4	6
递延收入	158	249	348	451	572
其他流动负债	23	26	26	26	26
流动负债合计	182	277	377	481	603
负债总额	205	298	399	502	624
权益及负债总额	747	954	1,277	1,661	2,155

E=浦银国际预测

资料来源: 公司资料, 浦银国际

图表 29：现金流量表

美元百万	FY22	FY23	FY24E	FY25E	FY26E
现金流量表					
净利润	(60)	16	99	145	206
折旧与摊销	5	7	8	9	9
营运资金变动	35	35	65	67	79
其他非现金调整	74	96	115	136	166
经营活动现金流	54	154	287	356	460
资本性支出	(10)	(14)	(18)	(23)	(30)
投资	-	-	-	-	-
其他投资活动	(4)	-	-	-	-
投资活动现金流	(14)	(14)	(18)	(23)	(30)
借款	-	-	-	-	-
股本	-	-	-	-	-
其他融资活动	15	2	8	-	-
融资活动现金流	15	2	8	-	-
汇兑收益及其他	-	-	-	-	-
现金及现金等价物增加净额	54	142	277	333	430
期初的现金及现金等价物	554	608	750	1,028	1,361
期末的现金及现金等价物	608	750	1,028	1,361	1,791

E=浦银国际预测

资料来源：公司资料，浦银国际

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告(包括任何有关的附件),表示及保证其根据下述的条件下有权获得本报告,且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告是由从事证券及期货条例(香港法例第 571 章)中第一类(证券交易)及第四类(就证券提供意见)受规管活动之持牌法国-浦银国际证券有限公司(统称“浦银国际证券”)利用集团信息及其他公开信息编制而成。所有资料均搜集自被认为是可靠的来源,但并不保证数据之准确性、可信性及完整性,亦不会因资料引致的任何损失承担任何责任。报告中的资料来源除非另有说明,否则信息均来自本集团。本报告的内容涉及到保密数据,所以仅供阁下为其自身利益而使用。除了阁下以及受聘向阁下提供咨询意见的人士(其同意将本材料保密并受本免责声明中所述限制约束)之外,本报告分发给任何人均属未经授权的行为。

任何人不得将本报告内任何信息用于其他目的。本报告仅是为提供信息而准备的,不得被解释为是一项关于购买或者出售任何证券或相关金融工具的要约邀请或者要约。阁下不应将本报告内容解释为法律、税务、会计或投资事项的专业意见或为任何推荐,阁下应当就本报告所述的任何交易涉及的法律及相关事项咨询其自己的法律顾问和财务顾问的意见。本报告内的信息及意见乃于文件注明日期作出,日后可作修改而不另通知,亦不一定会更新以反映文件日期之后发生的进展。本报告并未包含公司可能要求的所有信息,阁下不应仅仅依据本报告中的信息而作出投资、撤资或其他财务方面的任何决策或行动。除关于历史数据的陈述外,本报告可能包含前瞻性的陈述,牵涉多种风险和不确定性,该等前瞻性陈述可基于一些假设,受限于重大风险和不确定性。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映浦银国际证券的立场。浦银国际控股有限公司及其附属公司、关联公司(统称“浦银国际”)及/或其董事及/或雇员,可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖。浦银国际或其任何董事及/或雇员对投资者因使用本报告或依赖其所载信息而引起的一切可能损失,概不承担任何法律责任。

浦银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料,考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要,在参与有关报告中所述公司之证券的交易前,委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。对部分的司法管辖区或国家而言,分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。

美国

浦银国际不是美国注册经纪商和美国金融业监管局(FINRA)的注册会员。浦银国际证券的分析师不具有美国金融监管局(FINRA)分析师的注册资格。因此,浦银国际证券不受美国就有研究报告准备和分析师独立性规则的约束。

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”,不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易,都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

英国

本报告并非由英国 2000 年金融服务与市场法(经修订)(「FSMA」)第 21 条所界定之认可人士发布,而本报告亦未经其批准。因此,本报告不会向英国公众人士派发,亦不得向公众人士传递。本报告仅提供给合格投资者(按照金融服务及市场法的涵义),即(i)按照 2000 年金融服务及市场法 2005 年(金融推广)命令(「命令」)第 19(5)条定义在投资方面拥有专业经验之投资专业人士或(ii)属于命令第 49(2)(a)至(d)条范围之高净值实体或(iii)其他可能合法与之沟通的人士(所有该等人士统称为「有关人士」)。不属于有关人士的任何机构和个人不得遵照或倚赖本报告或其任何内容行事。

本报告的版权仅为浦银国际证券所有,未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用,浦银国际证券对任何第三方的该等行为保留追述权利,并且对第三方未经授权行为不承担任何责任。

权益披露

- 1) 浦银国际并没有持有本报告所述公司逾 1%的财务权益。
- 2) 浦银国际跟本报告所述公司(创梦天地 1119.HK)在过去 12 个月内有投资银行业务的关系。
- 3) 浦银国际并没有跟本报告所述公司为其证券进行庄家活动。

评级定义

证券评级定义:

- “买入”: 未来 12 个月, 预期个股表现超过同期其所属的行业指数
- “持有”: 未来 12 个月, 预期个股表现与同期所属的行业指数持平
- “卖出”: 未来 12 个月, 预期个股表现逊于同期其所属的行业指数

行业评级定义 (相对于 MSCI 中国指数):

- “超配”: 未来 12 个月优于 MSCI 中国 10%或以上
- “标配”: 未来 12 个月优于/劣于 MSCI 中国少于 10%
- “低配”: 未来 12 个月劣于 MSCI 中国超过 10%

分析师证明

本报告作者谨此声明:(i) 本报告发表的所有观点均正确地反映作者有关任何及所有提及的证券或发行人的个人观点, 并以独立方式撰写;(ii) 其报酬没有任何部分曾经, 是或将会直接或间接与本报告发表的特定建议或观点有关;(iii) 该等作者没有获得与所提及的证券或发行人相关且可能影响该等建议的内幕信息/非公开的价格敏感数据。

本报告作者进一步确定 (i) 他们或其各自的关联人士 (定义见证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则) 没有在本报告发行日期之前的 30 个历日内曾买卖或交易过本报告所提述的股票, 或在本报告发布后 3 个工作日 (定义见《证券及期货条例》(香港法例第 571 章)) 内将买卖或交易本文所提述的股票;(ii) 他们或其各自的关联人士并非本报告提述的任何公司的雇员; 及 (iii) 他们或其各自的关联人士没有拥有本报告提述的证券的任何金融利益。

浦银国际证券机构销售团队

杨增希

essie_yang@spdbi.com
852-2808 6469

浦银国际证券财富管理团队

王玥

emily_wang@spdbi.com
852-2808 6468

浦银国际证券有限公司

SPDB International Securities Limited
网站: www.spdbi.com
地址: 香港轩尼诗道 1 号浦发银行大厦 33 楼

