浦銀國際
SPDB INTERNATIONAL

Duolingo（DUOL.US）：小红书直接受益股，中文热潮推动用户猛增

- **“TikTok Refugee”涌入小红书，引爆中文学习热潮：**1 月 16 日，Duolingo 发布数据显示，去年 12 月 1 日至今年 1 月 13 日期间，美国的汉语普通话学习者数量较去年同期增长近 216%。这主要受美国政府威胁关闭 TikTok 的影响。2025 年 1 月 13 日以来，大量美国用户涌入小红书，引爆中文学习热潮，Duolingo 在应用商店的下载量也出现大幅提升。

- **看好公司创新模式，中长期市场空间广阔。**Duolingo 将游戏元素融入语言教育，极大地降低了用户门槛。目前 Duolingo 已经覆盖 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%，未来市场空间广阔。我们预计公司 2026 年 MAU 或达到 1.76 亿，复合增长率 30%。截至 3Q24，公司付费订阅用户 860 万人次，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%，保持高速增长。

- **四季度业绩或维持强劲增长。**我们预计 4Q24 公司 MAU 或达到 1.15 亿，同比增长 30%，DAU 或接近 4000 万。我们预计 4Q24 流水或达到 2.46 亿美元，同比增长 29%；收入预计录得 2.04 亿美元，同比增长 35%；调整后 EBITDA 为 4973 万美元，EBITDA 率为 24.4%。

- **维持“买入”评级，目标价 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。维持“买入”评级；维持目标价 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

2025 年 1 月 17 日

Duolingo（DUOL.US） 买入

目标价（美元）	**400**
潜在升幅/降幅	**+17%**
目前股价（美元）	341.8
52 周内股价区间（美元）	145.05-378.48
总市值（百万美元）	15,034
近 3 月日均成交额（百万）	180

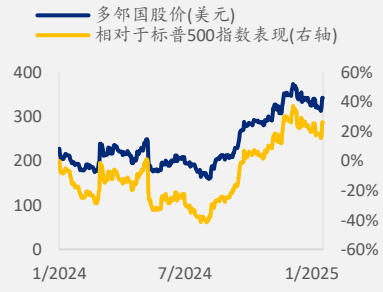
注：截至 2025 年 1 月 16 日收盘价

市场预期区间

▲ SPDBI 目标价 ◆ 目前价 ◆ 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

本研究报告由浦银国际证券有限公司分析师编制，请仔细阅读本报告最后部分的分析师披露、商业关系披露及免责声明。

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

图表 2：浦银国际目标价：Duolingo（DUOL.US）

注：截至 2025 年 1 月 16 日收盘

资料来源：Bloomberg、浦银国际预测

图表 3：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	80.45	持有	91.00	18/11/2024	电商
BABA US Equity	阿里巴巴	82.43	持有	94.00	18/11/2024	电商
9618 HK Equity	京东	140.10	买入	162.00	20/11/2024	电商
JD US Equity	京东	35.42	买入	42.00	20/11/2024	电商
PDD US Equity	拼多多	100.26	买入	129.00	22/11/2024	电商
VIPS US Equity	唯品会	13.17	持有	14.00	20/11/2024	电商
9878 HK Equity	汇通达	14.76	买入	36.00	3/4/2024	电商
9991 HK Equity	宝尊	7.20	持有	21.00	9/9/2022	电商
BZUN US Equity	宝尊	2.77	持有	8.00	9/9/2022	电商
700 HK Equity	腾讯	382.40	买入	500.00	7/1/2025	游戏、社交
NTES US Equity	网易	99.31	买入	103.00	15/11/2024	游戏
9999 HK Equity	网易	157.00	买入	160.00	15/11/2024	游戏
9626 HK Equity	哔哩哔哩	135.50	买入	177.00	15/11/2024	游戏、中视频
BILI US Equity	哔哩哔哩	16.98	买入	23.00	15/11/2024	游戏、中视频
777 HK Equity	网龙	10.08	买入	15.00	3/9/2024	游戏
2400 HK Equity	心动	23.90	买入	22.00	3/9/2024	游戏
799 HK Equity	IGG	3.63	买入	4.00	3/9/2024	游戏
1119 HK Equity	创梦天地	1.69	买入	3.70	17/10/2023	游戏
HUYA US Equity	虎牙	3.22	买入	4.00	13/11/2024	游戏直播
DOYU US Equity	斗鱼	15.69	持有	7.70	13/9/2024	游戏直播
3690 HK Equity	美团	147.60	买入	200.00	2/12/2024	本地生活服务
1024 HK Equity	快手	40.80	买入	55.00	21/11/2024	短视频
780 HK Equity	同程旅行	18.16	买入	18.00	21/8/2024	OTA
2013 HK Equity	微盟	2.22	买入	4.80	17/8/2023	SaaS
3888 HK Equity	金山软件	33.55	买入	36.00	22/11/2023	SaaS
600588 CH Equity	用友网络	9.99	买入	21.00	21/8/2023	SaaS
268 HK Equity	金蝶	8.55	买入	15.00	21/8/2023	SaaS
909 HK Equity	明源云	2.52	买入	28.00	14/12/2021	SaaS
8083 HK Equity	中国有赞	0.11	持有	1.20	12/8/2021	SaaS
SE US Equity	Sea	111.63	买入	125.00	13/11/2024	电商、游戏
U US Equity	Unity	21.75	买入	25.00	8/11/2024	软件
MSFT US Equity	Microsoft	424.58	买入	500.00	31/10/2024	软件
APP US Equity	AppLovin	332.01	买入	394.00	20/11/2024	广告
AMZN US Equity	Amazon	220.66	买入	263.00	6/12/2024	电商、云计算
GOOGL US Equity	Alphabet	192.91	买入	202.00	6/12/2024	广告、云计算
GOOG US Equity	Alphabet	194.41	买入	202.00	6/12/2024	广告、云计算
META US Equity	Meta	611.30	买入	763.00	6/12/2024	广告、社交
DUOL US Equity	Duolingo	341.80	买入	400.00	17/1/2025	教育

注：股价截至 2025 年 1 月 16 日

资料来源：Bloomberg、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团－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联属公司、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关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。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。本报告仅提供给合资格投资者(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