

4Q 会员大超预期，广告业务未来可期

华泰研究

2025 年 1 月 23 日 | 美国

更新报告

互联网

投资评级(维持):

增持

目标价(美元):

1,099.17

研究员

SAC No. S0570523100002
SFC No. BTP154

夏路路

xialulu@htsc.com
+(852) 3658 6000

研究员

SAC No. S0570523040003
SFC No. BPJ942

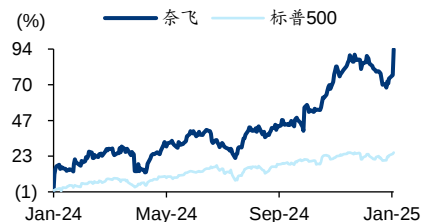
丁晓婉

dingjiaowan@htsc.com
+(86) 21 2897 2228

基本数据

目标价(美元)	1,099.17
收盘价(美元 截至 1 月 22 日)	953.99
市值(美元百万)	407,791
6 个月平均日成交额(美元百万)	2,526
52 周价格范围(美元)	537.07-999.00
BVPS(美元)	57.85

股价走势图



资料来源: S&P

奈飞 4Q 营收同比增长 16%，毛利率同比改善 3.8pct，净利润同比增长 99.2%，营收和利润整体符合 VA 一致预期。奈飞新引入热门体育赛事，推动付费用户数量净增 1891 万，对比 VA 预期 957 万。公司管理层上调 25 年收入和经营利润率指引。展望未来，我们预期 25 年奈飞营收同比增长 17.6%，体育赛事有望稳定贡献新增用户，广告业务步入高速增长期（预期收入占比达中位数），经营利润率同比改善至 29.4%。维持“增持”评级。

四季度会员增长超预期，内容储备丰富且多元化

奈飞 4Q24 会员数量大超预期，季末净增付费用户 1891 万，对比 VA 预期 957 万，主系全新引入的体育直播赛事。在内容供给层面，奈飞多元化布局进展良好，①影视剧集方面，四季度《鱿鱼游戏 2》延续前作热度，②体育赛事方面，圣诞 NFL 直播吸引众多新用户，Paul 与 Tyson 拳击比赛直播量突破历史新高，奈飞同时获得两届女足世界杯的美国转播权，将于 27 年上映，③游戏方面，《鱿鱼游戏：释放》在百余国家的 iOS 下载榜中名列第一。

广告订阅数量快速增长，自有技术平台加速推进

随着广告订阅会员规模逐渐起量，我们预期 25 年奈飞的广告业务步入高速增长期，未来有望吸引更多广告主入驻。在广告会员订阅方面，公司已在 12 个国家推出 Extra Member with Ads 订阅方案，允许会员加价以新增一台播放设备，并计划未来在下沉市场推出。4Q 广告会员数量环比增长 30%，广告订阅套餐的渗透率也超过 55%，管理层指引 25 年广告收入有望同比翻倍增长。在广告基建方面，奈飞已于加拿大测试自有广告技术平台，并计划于 2025 年推广至 12 国，有望提升广告投放的精准度。

盈利预测和公司估值

考虑到 25-26 年广告收入逐步起量，我们微调奈飞营收预测+0.1%和+0.1%，同时上调 25-26 年净利润预测 0.6%、4.5%至 112 亿、137 亿美元（降本增效）。我们引入 27 年预测新值，收入 575 亿美元和净利润 160 亿美元。我们基于 PE 估值，将奈飞目标价从 994.57 美元上调至 1099.17 美元，对应 25 年 42.0 倍 PE，高于行业均值 26.3 倍。相较于前次估值（奈飞和行业 25 年 PE 38/27.2 倍），本次溢价上涨主系管理层上调 25 年盈利指引，公司会员增长大超 VA 预期。维持“增持”评级。

风险提示：新市场拓展不及预期，广告方案导致用户流失，宏观汇率风险。

经营预测指标与估值

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(美元百万)	33,723	39,001	45,863	52,182	57,530
+/-%	6.67	15.65	17.60	13.78	10.25
归属母公司净利润(美元百万)	5,408	8,712	11,208	13,662	16,017
+/-%	20.39	61.09	28.66	21.89	17.23
EPS(美元, 最新摊薄)	12.03	19.83	26.17	32.72	39.34
ROE(%)	26.15	38.43	40.32	41.73	44.12
PE(倍)	77.89	47.04	35.64	28.51	23.71
PB(倍)	20.46	16.56	12.95	11.25	10.00
EV EBITDA(倍)	0.86	0.72	0.56	0.49	0.42

资料来源: 公司公告、华泰研究预测

图表1：奈飞财报数据与 VA 一致预期比较

美元 (百万)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	VA 一致预期	vs 预期	1Q 指引	1Q VA 预期	FY25 指引	vs 前次 FY25 指引
财务数据										
GAAP 收入	9,370	9,559	9,825	10,247	10,134	1.1%	10,416	10,544	43.5B-44.5B	
YOY (%)	14.8%	16.8%	15.0%	16.0%			14% on F/X neutral Basis	5,100	14%-17% on F/X neutral Basis.	43B-44B
毛利	4,393	4,385	4,705	4,479	4,374	2.4%				
YOY (%)	30.8%	24.8%	30.3%	27.1%						
毛利率	46.9%	45.9%	47.9%	43.7%	43.2%	0.6pp		48.4%		
同比变动 (pp)	5.7pp	3.0pp	5.6pp	3.8pp						
经营利润	2,633	2,603	2,909	2,273	2,225	2.1%	2,940	3,165		
YOY (%)	53.6%	42.5%	51.8%	51.9%						
经营利润率	28.1%	27.2%	29.6%	22.2%	22.0%	0.2pp	28.2%	30.0%	OPM 指引上调至 29%	OPM 指引 28%
同比变动 (pp)	7.1pp	4.9pp	7.2pp	5.2pp						
净利润	2,332	2,147	2,364	1,869	1,844	1.3%	2,440	2,638		
YOY (%)	78.7%	44.3%	40.9%	99.2%						
净利率	24.9%	22.5%	24.1%	18.2%	18.2%	0.0pp	23.4%	25.0%		
同比变动 (pp)	8.9pp	4.3pp	4.4pp	7.6pp						
经营费用 (GAAP)										
- 营销费用	654	644	643	976	960	1.7%				
YOY (%)	17.8%	2.7%	15.1%	6.5%						
营销费用率	7.0%	6.7%	6.5%	9.5%	9.5%	0.1pp				
- 研发费用	702	711	735	777	740	5.0%				
YOY (%)	2.1%	8.1%	11.9%	15.3%						
研发费用率	7.5%	7.4%	7.5%	7.6%	7.3%	0.3pp				
- 管理费用	404	427	417	454	443	2.4%				
YOY (%)	0.8%	6.3%	-12.8%	3.3%						
管理费用率	4.3%	4.5%	4.2%	4.4%	4.4%	0.1pp				
经营数据										
- 季末付费用户数量 (百万)	270	278	283	302	292					
YOY (pp)	16.0%	16.5%	14.4%	15.9%						
- 季末净增付费用户数量净(百万)	9.33	8.05	5.07	18.91	9.57					
YOY (pp)	433.1%	36.7%	-42.1%	44.1%						

资料来源：公司公告，VA 一致预期，华泰研究

图表2：奈飞分地区数据

细分地区经营数据	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24
美国和加拿大 United States & Canada (UCAN)								
- 收入 (百万美元)	3,609	3,599	3,735	3,931	4,224	4,296	4,322	4,517
YOY (%)	7.7%	1.7%	3.7%	9.3%	17.1%	19.4%	15.7%	14.9%
- 季度末付费用户数量 (百万)	74.40	75.57	77.32	80.13	82.66	84.11	84.80	89.63
YOY (%)	-0.2%	3.1%	5.4%	7.8%	11.1%	11.3%	9.7%	11.9%
- 新增付费用户数量净(百万)	0.10	1.17	1.75	2.81	2.53	1.45	0.69	4.82
- ARPPU (美元)	16.18	16.00	16.29	16.64	17.30	17.17	17.06	17.26
YOY (%)	8.5%	0.3%	0.0%	2.5%	6.9%	7.3%	4.7%	3.7%
YOY (%) (去除汇率影响)	9.0%	1.0%	0.0%	3.0%	7.0%	7.0%	5.0%	4.0%
欧洲、中东和非洲 EMEA Revenue								
- 收入 (百万美元)	2,518	2,562	2,693	2,784	2,958	3,008	3,133	3,288
YOY (%)	-1.7%	4.3%	13.4%	18.4%	17.5%	17.4%	16.3%	18.1%
- 季度末付费用户数量 (百万)	77.37	79.81	83.76	88.81	91.73	93.96	96.13	101.13
YOY (%)	4.9%	9.4%	13.9%	15.7%	18.6%	17.7%	14.8%	13.9%
- 新增付费用户数量净(百万)	0.64	2.43	3.95	5.05	2.92	2.24	2.17	5.00
- ARPPU (美元)	10.89	10.87	10.98	10.75	10.92	10.80	10.99	11.11
YOY (%)	-5.8%	-2.7%	1.6%	3.1%	0.3%	-0.6%	0.1%	3.3%
YOY (%) (去除汇率影响)	1.0%	-1.0%	-2.0%	-1.0%	0.0%	1.0%	1.0%	1.0%
拉丁美洲 LATAM Revenue								
- 收入 (百万美元)	1,070	1,070	1,143	1,156	1,165	1,204	1,241	1,230
YOY (%)	7.1%	3.9%	11.6%	13.7%	8.9%	12.5%	8.6%	6.4%
- 季度末付费用户数量 (百万)	41.25	42.47	43.65	46.00	47.72	49.25	49.18	53.33
YOY (%)	4.1%	7.2%	9.3%	10.3%	15.7%	16.0%	12.7%	15.9%
- 新增付费用户数量净(百万)	(0.45)	1.22	1.18	2.35	1.72	1.53	(0.07)	4.15
- ARPPU (美元)	8.60	8.58	8.85	8.60	8.29	8.28	8.40	8.00
YOY (%)	2.8%	-1.0%	3.1%	3.6%	-3.6%	-3.5%	-5.1%	-7.0%
YOY (%) (去除汇率影响)	8.0%	8.0%	8.0%	16.0%	16.0%	24.0%	27.0%	18.0%
亚太 APAC Revenue								
- 收入 (百万美元)	934	919	948	963	1,023	1,052	1,128	1,212
YOY (%)	1.8%	1.2%	6.6%	12.4%	9.6%	14.5%	19.0%	25.9%
- 季度末付费用户数量 (百万)	39.48	40.55	42.43	45.34	47.50	50.32	52.60	57.54
YOY (%)	17.1%	16.5%	17.1%	19.2%	20.3%	24.1%	24.0%	26.9%
- 新增付费用户数量净(百万)	1.46	1.07	1.88	2.91	2.16	2.83	2.28	4.94
- ARPPU (美元)	8.03	7.66	7.62	7.31	7.35	7.17	7.31	7.34
YOY (%)	-12.8%	-13.3%	-9.0%	-5.0%	-8.5%	-6.4%	-4.1%	0.4%
YOY (%) (去除汇率影响)	-6.0%	-7.0%	-6.0%	-4.0%	-4.0%	-3.0%	-2.0%	-1.0%

资料来源：公司公告，华泰研究

奈飞持续深化本地化战略，25 年优质内容储备充分

奈飞通过聚焦本地化策略，依托优质内容创作和多元传播渠道，进一步强化了全球影视内容的布局能力。根据 Nielsen Streaming TV Top 10 数据，奈飞在 2024 年表现出显著领先优势：top 10 剧集数量超越其他流媒体总和，剧集观看时长几乎是 top 2 友商的 3 倍。

25 年储备方面，奈飞重点影视作品储备充足，持续为其内容矩阵注入新动能，具体而言：

- 剧集：2025 年将上线 34 部回归剧集和 53 部新剧集。
- 前作位列奈飞 top 10 榜单的储备包括：《怪奇物语 5》、《鱿鱼游戏 3》、《星期三 2》等。
- 电影：奈飞预计将上映 27 部电影，重点续集作品包括《Knives Out 3》、《快乐吉尔莫 2》，以及奥斯卡获奖导演执导的《Frankenstein》。

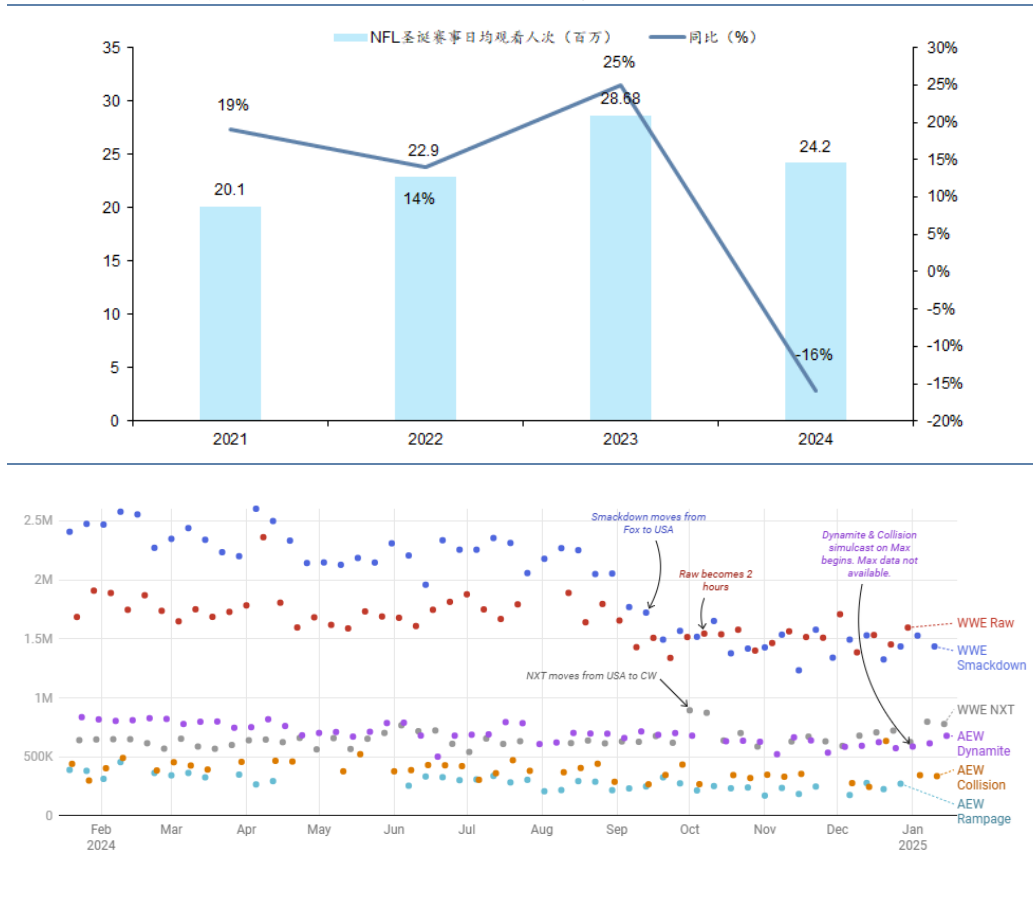
4Q24 重点内容产品延续出色表现：

- 剧集：韩国《鱿鱼游戏 2》（1.66 亿次观看）、其余观看量 2000 万级别以上的作品包括《外滩探秘 4》、《林肯律师 3》、《外交官 2》、德国《女皇 2》、英国《黑鸽》。
- 电影：《随身危机》获得 1.6 亿次观看、《那年圣诞不一样》获得 6380 万次观看、《我们的小秘密》获得 8440 万次观看。

图表3：2025 年奈飞即将上市的重点影视作品

名称	类型	上线日期	题材	国家	备注
《怪奇物语 5》	连续剧	2025	科幻/惊悚	美国	第三季和第四季分列奈飞最受欢迎英语节目排行榜第九名和第二名。
《鱿鱼游戏 3》	连续剧	2025	动作/惊悚	韩国	第一季和第二季分列奈飞最受欢迎非英语节目排行榜第一名和第二名。
《星期三 2》	连续剧	2025	喜剧/惊悚	美国	第一季为奈飞最受欢迎英语节目排行榜第一名。
《暗夜情报员 2》	连续剧	2025.1.23	动作/惊悚	美国	第一季为奈飞最受欢迎英语节目排行榜第七名。
《怪物 2》	连续剧	2025	犯罪/惊悚	美国	第一季为奈飞最受欢迎英语节目排行榜第三名。
《快乐吉尔莫 2》	电影	2025	喜剧/体育	美国	1996 年上映第一部，以 1200 万美元的预算获得 4120 万美元的收入。
《Knives Out3》	电影	2025	犯罪/悬疑	美国	19 年上映第一部票房 3 亿美元，Netflix 4.68 亿美元收购续集发行权。
美国演员工会奖 (SAG Awards)	直播	2025.2.23	文娱	美国	2024 年 SAG 颁奖典礼观看 180 万次。
圣诞节橄榄球赛	直播	2025.12.25	体育	美国	2024 年两场圣诞 NFL 赛事，平均每场观众超 3000 万，Netflix 以每场 7500 万美元购买转播权。
WWE Raw	直播	2025.1.6	体育	美国	WWE 旗舰摔跤节目，Netflix 首播全球观看 490 万次，Netflix 以 50 亿美元签订 10 年独播协议。

资料来源：公司官网，the Numbers，Yahoo Sports，Deadline，华泰研究

图表4：NFL 圣诞赛事观看人次规模较高；WWE Raw2025 年 1 月观看人数突破 150 万


资料来源：Sports Media Watch, SportsPro Media, WWE 官网, 华泰研究

奈飞提价空间尚存，长期增长潜力可期

我们认为奈飞具备显著的提价空间。近期公司在多地调整价格，美国均价上调幅度达 13%-18%，未来或仍有上涨空间。奈飞内容类型日益丰富，会员价格稳步上涨，我们预期公司市场份额仍有显著改善空间（4Q 仅为 6%）。

图表5：奈飞 1 月 21 日已在部分国家提价

国家	套餐	提价前	现价
美国 (USD)	Basic	6.99	7.99
	Standard	15.49	17.99
	Premium	22.99	24.99
加拿大 (CAD)	Basic	5.99	7.99
	Standard	16.49	18.99
	Premium	20.99	23.99
葡萄牙 (EUR)	Basic	7.99	8.99
	Standard	11.99	12.99
	Premium	15.99	17.99

资料来源：公司官网, 华泰研究

洛杉矶山火影响有限，50%中短期汇率波动或可有效对冲

洛杉矶山火对奈飞部分剧集进度造成影响，但公司表示项目交付和 25 年现金流未受显著冲击。我们预计奈飞充足的内容储备将有效对冲相关风险。在汇率方面，4Q24 奈飞约 60% 的收入来自非美元货币。针对中短期汇率波动，管理层预计未来 12 个月内将有 50% 的风险通过对冲措施得以缓解。

盈利预测

考虑到 25-26 年广告收入逐步起量，我们分别微调收入预测+0.1%和+0.1%。奈飞持续推进降本增效，我们上调 25-26 年净利润预测 0.6%、4.5%至 112 亿、137 亿美元。我们引入 27 年新预测，收入 575 亿美元和净利润 160 亿美元。

图表6：奈飞财务预测

奈飞财务 美元 百万	2021A	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
总收入	29,698	31,616	33,723	39,001	45,863	52,182	57,530
YoY	18.8%	6.5%	6.7%	15.65%	17.6%	13.8%	10.3%
-流媒体收入	29,515	31,470	33,640	39,001	45,863	52,182	57,530
YoY	19.2%	6.6%	6.9%	15.9%	17.6%	13.8%	10.3%
平均付费用户数量(百万)	211	223	246	281	319	349	366
YoY	3.5%	5.8%	10.1%	14.4%	13.4%	9.4%	5.0%
ARPPU (US\$)	11.67	11.76	11.42	11.57	12.00	12.48	13.10
YoY	15.2%	0.8%	-2.9%	1.3%	3.7%	4.0%	5.0%
-其他收入	182	146	83	-	-	-	-
总成本	17,333	19,168	19,715	21,038	23,563	25,919	27,781
毛利	12,365	12,447	14,008	17,963	22,300	26,262	29,749
YoY	27.2%	0.7%	12.5%	28.2%	24.1%	17.8%	13.3%
毛利率	41.6%	39.4%	41.5%	46.1%	48.6%	50.3%	51.7%
销售费用率	8.6%	8.0%	7.9%	7.5%	7.4%	7.4%	7.3%
研发费用率	7.7%	8.6%	7.9%	7.5%	7.5%	7.5%	7.3%
管理费用率	4.6%	5.0%	5.1%	4.4%	4.2%	4.1%	4.0%
经营利润	6,195	5,633	6,954	10,418	13,540	16,348	19,041
经营利润率	20.9%	17.8%	20.6%	26.7%	29.5%	31.3%	33.1%
净利润	5,116	4,492	5,408	8,712	11,208	13,662	16,017
YoY	85.3%	-12.2%	20.4%	61.1%	28.7%	21.9%	17.2%
净利润率	17.2%	14.2%	16.0%	22.3%	24.4%	26.2%	27.8%

资料来源：公司公告，华泰研究

图表7：华泰预测变动

(美元 百万元)		2025E			2026E			2027E		
	前值	新值	变动 (%)	前值	新值	变动 (%)	前值	新值	变动 (%)	
营业收入	45,829	45,863	0.1%	52,121	52,182	0.1%		57,530		
毛利润	22,274	22,300	0.1%	25,403	26,262	3.4%		29,749		
归母净利润	11,145	11,208	0.6%	13,070	13,662	4.5%		16,017		
(%)										
			变动 (pp)			变动 (pp)			变动 (pp)	
毛利率	48.60%	48.62%	0.02	48.74%	50.33%	1.59		51.71%		
归母净利率	24.32%	24.44%	0.12	25.08%	26.18%	1.11		27.84%		

资料来源：华泰研究预测

图表8：华泰预测 VS VA 一致预期

(美元 百万元)	2025E			2026E			2027E		
	华泰	VA一致预期	差值 (%)	华泰	VA一致预期	差值 (%)	华泰	VA一致预期	差值 (%)
营业收入	45,863	44,340	3.4%	52,182	49,569	5.3%	57,530	54,968	4.7%
毛利润	22,300	21,259	4.9%	26,262	24,474	7.3%	29,749	27,924	6.5%
归母净利润	11,208	10,699	4.8%	13,662	12,887	6.0%	16,017	15,208	5.3%

资料来源：VA 一致预期，华泰研究预测

公司估值

我们将奈飞目标价从 994.57 美元上调至 1099.17 美元，对应 25 年 42.0 倍 PE，高于全球可比公司均值 26.3 倍，溢价扩大主系公司会员增长超预期，且公司上调 25 年盈利指引。估值溢价原因：奈飞作为流媒体龙头，通过自制头部影视剧集，形成内容供给侧壁垒。短期内，我们看好奈飞的含广告订阅方案，但对公司单用户营收带来一定压力；展望中长期，奈飞广告业务增长空间较可比公司更高。

图表9：奈飞同业估值比较

公司	股票代码	收盘价 (交易货币)	净利润增长 (%)			GAAP PE (x)		
			2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
脸书	META	623.5	52%	10%	12%	27.5	24.5	21.4
苹果 (FY+1)	AAPL	223.8	18%	8%	9%	30.3	27.5	24.8
微软 (FY+1)	MSFT	446.2	11%	15%	16%	34.1	29.5	25.3
谷歌	GOOG	200.0	35%	10%	12%	24.8	22.1	19.3
迪士尼 (FY+1)	DIS	108.8	75%	15%	12%	20.2	17.7	15.9
市值加权平均PE						29.6	26.3	23.1

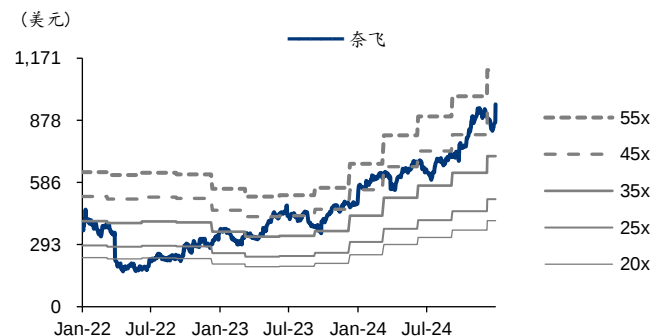
注：数据截至 1 月 22 日美股收盘（美东时间），所有数据均基于彭博一致预期

资料来源：彭博一致预期，华泰研究

风险提示

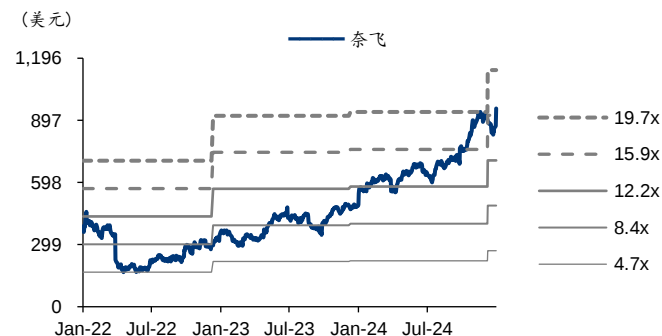
- 1) 新兴市场拓展不及预期：更多美国流媒体和互联网公司开始拓展新兴市场，迪士尼+，苹果电视，亚马逊等公司在亚洲市场加码布局自制内容，流媒体娱乐行业竞争更加激烈，存在新市场拓宽不及预期风险。
- 2) 奈飞单用户营收下滑：奈飞推出低价的含广告订阅方案后，带来单用户营收下滑。
- 3) 宏观汇率风险：鉴于奈飞在较多国家提供流媒体订阅服务，汇率波动可能对公司营收造成一定影响。

图表10：奈飞 PE-Bands



资料来源：S&P、华泰研究

图表11：奈飞 PB-Bands



资料来源：S&P、华泰研究

盈利预测

利润表

会计年度 (美元百万)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	33,723	39,001	45,863	52,182	57,530
销售成本	(19,715)	(21,038)	(23,563)	(25,919)	(27,781)
毛利润	14,008	17,963	22,300	26,262	29,749
销售及分销成本	(2,658)	(2,918)	(3,394)	(3,861)	(4,200)
管理费用	(2,676)	(2,925)	(3,440)	(3,914)	(4,207)
其他收入/支出	(1,720)	(1,702)	(1,926)	(2,139)	(2,301)
财务成本净额	(748.60)	(451.96)	(718.73)	(718.73)	(718.73)
应占联营公司利润及亏损	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
税前利润	6,205	9,966	12,822	15,629	18,323
税费开支	(797.42)	(1,254)	(1,613)	(1,967)	(2,306)
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归母净利润	5,408	8,712	11,208	13,662	16,017
折旧和摊销	(14,554)	(15,630)	(17,576)	(19,255)	(20,778)
EBITDA	21,508	26,048	31,116	35,603	39,820
EPS (美元, 基本)	12.25	20.28	26.76	33.46	40.23

资产负债表

会计年度 (美元百万)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
存货	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应收账款和票据	2,780	3,517	4,342	4,940	5,447
现金及现金等价物	7,117	7,805	9,137	10,744	12,335
其他流动资产	4.98	8.31	13.96	12.27	11.13
总流动资产	9,918	13,100	17,174	19,380	21,477
固定资产	1,491	1,594	1,656	1,752	1,833
无形资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他长期资产	37,322	38,936	41,939	45,329	47,233
总长期资产	38,814	40,530	43,594	47,081	49,066
总资产	48,732	53,630	60,769	66,461	70,543
应付账款	2,551	3,056	3,202	3,707	3,698
短期借款	1,843	3,305	3,573	3,819	4,028
其他负债	4,466	4,394	5,045	6,262	6,904
总流动负债	8,861	10,755	11,820	13,788	14,629
长期债务	16,722	15,579	15,547	15,491	15,390
其他长期债务	2,561	2,552	2,552	2,552	2,552
总长期负债	19,283	18,131	18,100	18,043	17,942
股本	5,145	6,252	6,252	6,252	6,252
储备/其他项目	15,443	18,491	24,597	28,378	31,719
股东权益	20,588	24,744	30,850	34,630	37,972
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
总权益	20,588	24,744	30,850	34,630	37,972

估值指标

会计年度 (倍)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
PE	77.89	47.04	35.64	28.51	23.71
PB	20.46	16.56	12.95	11.25	10.00
EV EBITDA	0.86	0.72	0.56	0.49	0.42
股息率 (%)	NA	NA	NA	NA	NA
自由现金流收益率 (%)	NA	NA	NA	NA	NA

资料来源：公司公告、华泰研究预测

现金流量表

会计年度 (美元百万)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
EBITDA	21,508	26,048	31,116	35,603	39,820
融资成本	748.60	451.96	718.73	718.73	718.73
营运资本变动	(116.15)	(33.10)	(736.87)	153.59	(307.03)
税费	(797.42)	(1,254)	(1,613)	(1,967)	(2,306)
其他	(14,069)	(17,852)	(21,070)	(25,455)	(28,096)
经营活动现金流	7,274	7,361	8,415	9,053	9,829
CAPEX	(348.55)	(439.50)	(500.00)	(500.00)	(500.00)
其他投资活动	890.30	(1,742)	(1,916)	(1,916)	(1,916)
投资活动现金流	541.75	(2,182)	(2,416)	(2,416)	(2,416)
债务增加量	(209.66)	(345.07)	(345.07)	(345.07)	(345.07)
权益增加量	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
派发股息	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他融资活动现金流	(5,741)	(3,729)	(4,324)	(4,684)	(5,477)
融资活动现金流	(5,951)	(4,074)	(4,669)	(5,029)	(5,823)
现金变动	1,948	1,105	1,329	1,607	1,590
年初现金	5,170	7,119	7,807	9,137	10,744
汇率波动影响	82.68	(416.30)	0.00	0.00	0.00
年末现金	7,119	7,807	9,137	10,744	12,335

业绩指标

会计年度 (倍)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
增长率 (%)					
营业收入	6.67	15.65	17.60	13.78	10.25
毛利润	12.54	28.23	24.15	17.77	13.28
营业利润	23.45	49.81	29.98	20.73	16.48
净利润	20.39	61.09	28.66	21.89	17.23
EPS	21.22	65.61	31.96	25.02	20.24
盈利能力比率 (%)					
毛利润率	41.54	46.06	48.62	50.33	51.71
EBITDA	63.78	66.79	67.85	68.23	69.22
净利润率	16.04	22.34	24.44	26.18	27.84
ROE	26.15	38.43	40.32	41.73	44.12
ROA	11.11	17.02	19.60	21.48	23.38
偿债能力 (倍)					
净负债比率 (%)	36.07	31.43	19.78	11.98	5.83
流动比率	1.12	1.22	1.45	1.41	1.47
速动比率	1.12	1.22	1.45	1.41	1.47
营运能力 (天)					
总资产周转率 (次)	0.69	0.76	0.80	0.82	0.84
应收账款周转天数	31.96	29.06	30.84	32.02	32.50
应付账款周转天数	43.25	47.98	47.81	47.98	47.98
存货周转天数	NA	NA	NA	NA	NA
现金转换周期	NA	NA	NA	NA	NA
每股指标 (美元)					
EPS	12.25	20.28	26.76	33.46	40.23
每股净资产	46.63	57.61	73.67	84.81	95.38

免责声明

分析师声明

本人，夏路路、丁骄琬，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供本公司及其客户和其关联机构使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司及其关联机构（以下统称为“华泰”）对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，华泰可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。华泰不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司不是 FINRA 的注册会员，其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华泰及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

华泰及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，华泰可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到华泰及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人（无论整份或部分）等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并需在使用前获取独立的法律意见，以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求，同时注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作，在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题，请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。

香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 有关重要的披露信息，请参华泰金融控股（香港）有限公司的网页 https://www.htsc.com.hk/stock_disclosure 其他信息请参见下方 “美国-重要监管披露”。

美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934 年证券交易法》（修订版）第 15a-6 条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师夏路路、丁骄琬本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

新加坡

华泰证券（新加坡）有限公司持有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证，可从事资本市场产品交易，包括证券、集体投资计划中的单位、交易所交易的衍生品合约和场外衍生品合约，并且是《财务顾问法》规定的豁免财务顾问，就投资产品向他人提供建议，包括发布或公布研究分析或研究报告。华泰证券（新加坡）有限公司可能会根据《财务顾问条例》第 32C 条的规定分发其在华泰内的外国附属公司各自制作的信息/研究。本报告仅供认可投资者、专家投资者或机构投资者使用，华泰证券（新加坡）有限公司不对本报告内容承担法律责任。如果您是非预期接收者，请您立即通知并直接将本报告返回给华泰证券（新加坡）有限公司。本报告的新加坡接收者应联系您的华泰证券（新加坡）有限公司关系经理或客户主管，了解来自或所分发的信息相关的事宜。

评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，台湾市场基准为台湾加权指数，日本市场基准为日经 225 指数，新加坡市场基准为海峡时报指数，韩国市场基准为韩国有价证券指数，英国市场基准为富时 100 指数），具体如下：

行业评级

增持：预计行业股票指数超越基准

中性：预计行业股票指数基本与基准持平

减持：预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

买入：预计股价超越基准 15% 以上

增持：预计股价超越基准 5%~15%

持有：预计股价相对基准波动在-15%~5%之间

卖出：预计股价弱于基准 15% 以上

暂停评级：已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策

无评级：股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

法律实体披露

中国: 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格, 经营许可证编号为: 91320000704041011J

香港: 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809

美国: 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231

新加坡: 华泰证券(新加坡)有限公司具有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证, 并且是豁免财务顾问。公司注册号: 202233398E

华泰证券股份有限公司**南京**

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码: 210019

电话: 86 25 83389999/传真: 86 25 83387521

电子邮件: ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码: 518017

电话: 86 755 82493932/传真: 86 755 82492062

电子邮件: ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层/

邮政编码: 100032

电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275

电子邮件: ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码: 200120

电话: 86 21 28972098/传真: 86 21 28972068

电子邮件: ht-rd@htsc.com

华泰金融控股(香港)有限公司

香港中环皇后大道中99号中环中心53楼

电话: +852-3658-6000/传真: +852-2567-6123

电子邮件: research@htsc.com

http://www.htsc.com.hk

华泰证券(美国)有限公司

美国纽约公园大道280号21楼东(纽约10017)

电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702

电子邮件: Huatai@htsc-us.com

http://www.htsc-us.com

华泰证券(新加坡)有限公司

滨海湾金融中心1号大厦, #08-02, 新加坡 018981

电话: +65 68603600

传真: +65 65091183

©版权所有2025年华泰证券股份有限公司