

行业报告

美国科技行业

AI技术加速落地，抵消关税忧虑

- 美国科技板块持续受益于AI驱动的支出增长，关键下游AI SaaS企业季度业绩强劲，25年展望改善
- 强劲业绩缓解宏观忧虑（关税与美债问题），市场情绪自4月起回暖
- 推荐：行业首选Meta（META US）、DoorDash（DASH US）、Duolingo（DUOL US）、Netflix（NFLX US）

一季度AI SaaS业绩强劲，验证AI商业化进展

近期财报显示Palantir、Snowflake、DataDog、Salesforce与AppLovin等AI SaaS科技公司营收超预期，得益于强劲的AI需求与云迁移趋势。Palantir强调其AI业务呈爆发式增长，营收实现双位数百分比增长。Snowflake与DataDog则受益于AI合作伙伴关系深化及企业客户加速应用，展现出强劲动能。Salesforce在26财年一季度财报中强调其AI驱动的效率提升（如成本节约与员工资源再配置）。AppLovin则凭借其AI广告技术平台，实现广告收入同比增长40%。上述企业纷纷上调全年业绩指引，反映出其对AI驱动的市场需求、云端投资以及行业运营效率改善的信心。科技巨头持续推进AI应用。Google正式向美国用户推出了AI模式（AI Mode）；Meta致力于通过AI实现广告创意的全面自动化；AWS宣布将在北卡罗来纳州和宾夕法尼亚州分别投资100亿美元和200亿美元，用于AI云基础设施建设；微软则发布了免费AI视频生成工具Bing Video Creator，加入了AI视频创作平台阵营（包括ChatGPT的Sora、Adobe Firefly、Google Veo 3以及Meta的Movie Gen）。我们认为这些积极进展与最新财报表现已成为衡量AI技术发展与落地的风向标。AI赋能所带来的新机遇也正惠及如Duolingo与Meta等企业，二者仍为我们行业首选。

美股克服关税与美债忧虑持续走强

美国股市已基本消化关税风险，包括针对中国进口商品的加征关税、中国与欧盟的贸易报复性关税，以及涵盖钢铁、铝、汽车与电子产品的关税上调。尽管穆迪因美国“不可持续的”债务水平与财政压力加剧而下调其政府信用评级，美国股市仍展现出较强韧性。我们认为，相较于持续性的贸易争端与债务风险，投资者更关注广泛的经济基本面以及企业整体稳健的财务表现。

监管环境趋于温和，拆分风险下降，并购活动回暖

我们认为，当前针对大型科技企业的整体监管环境正逐步改善。以Google为例，法院对其与美国司法部的反垄断案初步裁定较为温和，剥离Chrome浏览器的可能性较低。这一趋势也可能对Meta构成利好，降低其面临剥离旗下通讯软件与Instagram的风险。同时，监管机构对并购交易的态度也趋于缓和，近期科技行业并购活动明显回暖。Google宣布收购云安全平台Wiz，DoorDash亦计划收购Deliveroo，交易尚待监管批准。然而，我们也注意到，监管层面仍存在一些持续性问题，例如Apple因App Store佣金政策持续面临欧盟《数字市场法案》（DMA）相关的监管争议与罚款问题。

估值预期上升，反映前景逐步改善

我们上调了Meta、Amazon、Duolingo、Netflix、Spotify与DoorDash的目标价（上调幅度为9%至23%），主因伴随关税与美债问题不确定性缓解及风险溢价回落，市场前景改善。此外，我们认为AI仍是这些公司的核心趋势增长驱动因素，不仅通过B2B或B2C应用增强用户参与度与留存率，也在内部提升成本效率与运营效能。近期AI相关SaaS企业的强劲财报进一步印证了这一积极发展轨迹。

关键风险：1) 消费/宏观，2) 国内外监管，3) 竞争。

王腾杰

+852 3189 6634

tommywong@cmschina.com.hk

李怡珊, CFA

+852 3189 6122

crystalli@cmschina.com.hk

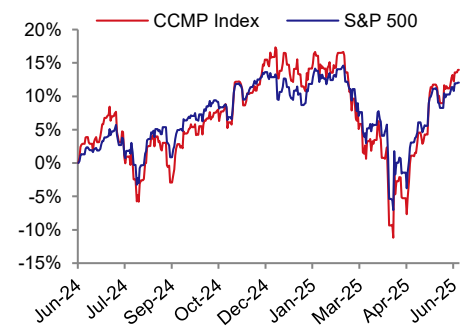
最新变动

行业及展望更新

推荐

前次评级	推荐
标普500 (2025年6月9日)	6,006
CCMP指数 (2025年6月9日)	19,591

行业表现



资料来源：彭博

%	1m	6m	12m
绝对表现	9.3%	-0.7%	14.0%
相对表现	3.2%	0.0%	1.9%

相关报告

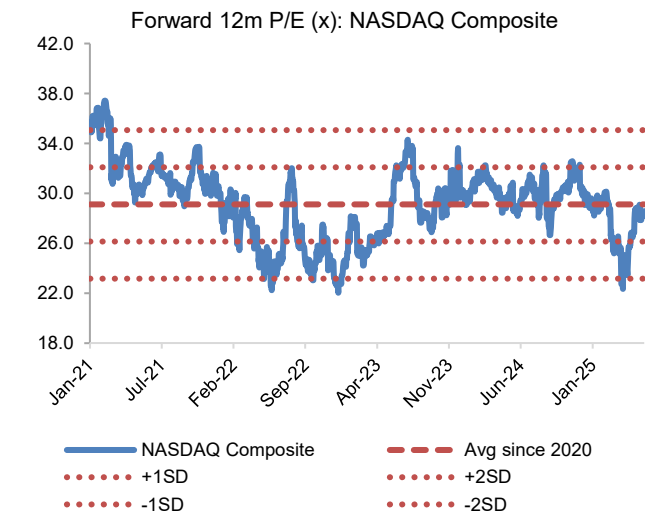
1. 中美互联网行业 - 关税之战：美国商品贸易风险；本地生活&服务行业具防御性（推荐）（2025/4/11）
2. 中国互联网行业 - 踏上人工智能的快速列车（推荐）（2025/3/5）
3. 中国互联网行业 - 25年一季度展望：持续看好平台经济：攻守自如，稳健进攻（推荐）（2024/12/18）
4. 中国电商及消费行业 - 尽管周期拉长，双十一仍超预期（推荐）（2024/11/12）
5. 中国互联网行业 - 政策强心剂助力估值强劲回升（推荐）（2024/9/27）

重点图表

股票 代码	评级	股价 (港币)	目标价 (港币)	上涨 空间 (%)	市值 (十亿美元)	市盈率 (倍)		EV/EBITDA (倍)	市销率 (倍)		净资产回 报率(%)	EBITDA 复合 年增长 率
						FY25E	FY26E		FY25E	FY25E		
AMZN	增持	217	248	14%	2,340	35	29	15	3	22%	22%	14%
GOOGL	增持	176	225	28%	2,175	18	17	12	6	35%	35%	13%
META	增持	694	759	9%	1,736	27	24	16	10	33%	33%	12%
DUOL	增持	498	593	19%	22	75	58	80	25	32%	32%	42%
NFLX	增持	1,224	1,410	15%	514	47	39	38	12	43%	43%	23%
SPOT	增持	699	790	13%	141	73	47	45	7	25%	25%	41%
DASH	增持	217	244	12%	92	40	29	33	7	24%	24%	37%
UBER	增持	87	99	14%	185	22	19	22	4	27%	27%	30%
LYFT	增持	16	21	35%	7	17	14	11	1	29%	29%	31%

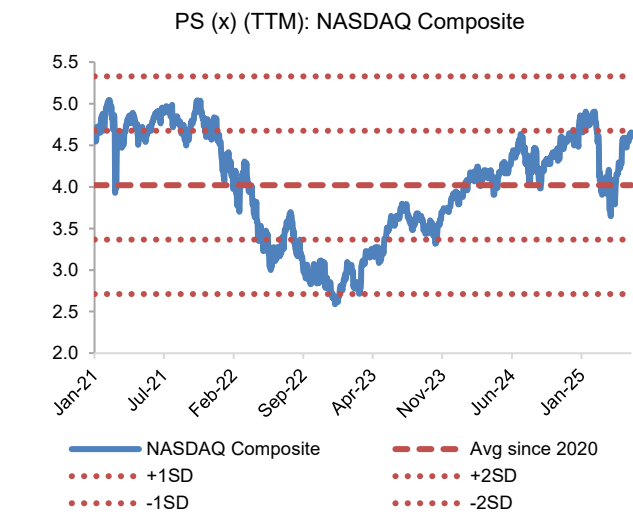
资料来源：彭博、招商证券（香港）预测；股价截至2025年6月9日

图 1：纳斯达克综合指数前瞻市盈率处于历史均值水平



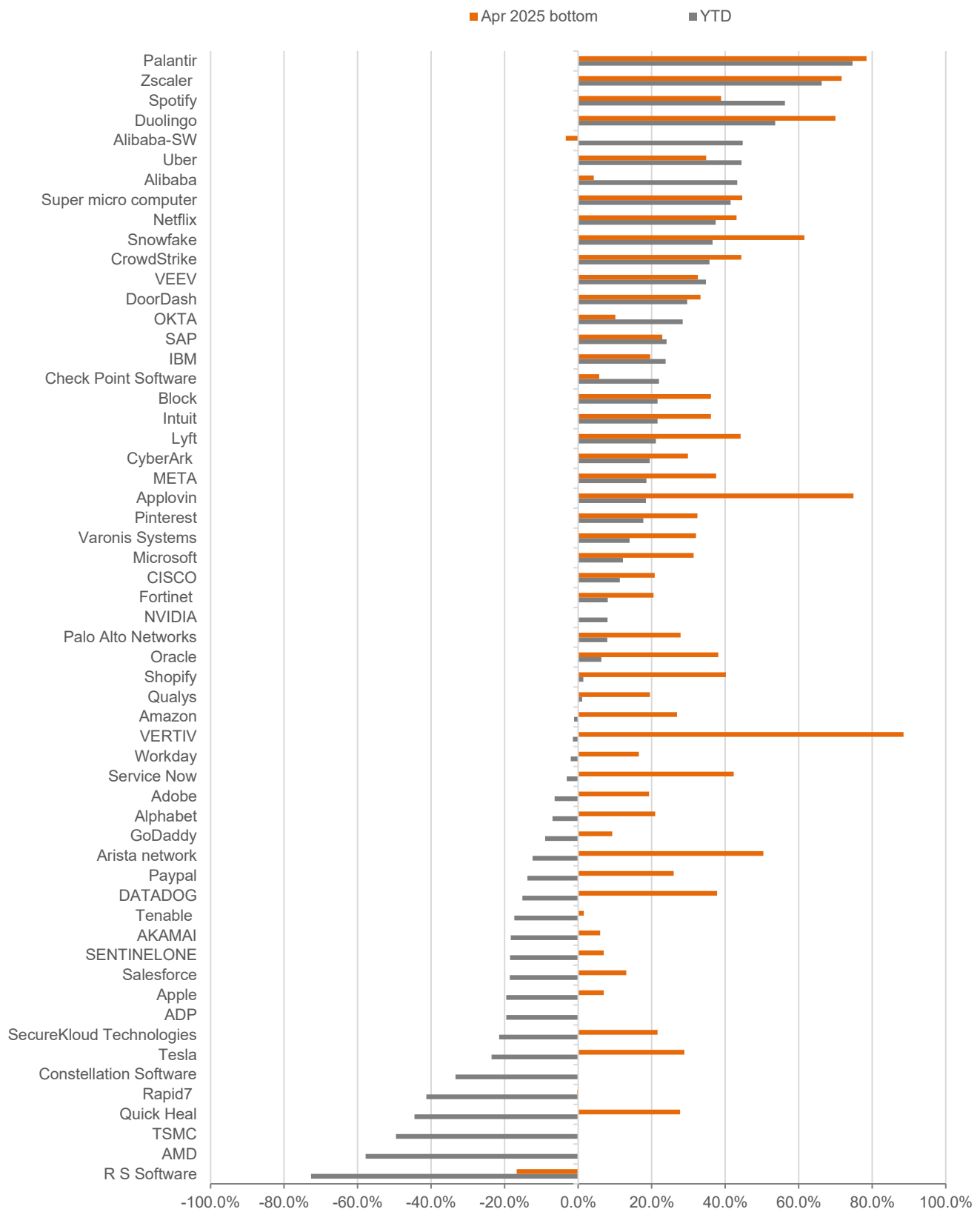
资料来源：彭博、招商证券（香港）

图 2：纳斯达克综合指数市销率接近历史均值+1 标准差



资料来源：彭博、招商证券（香港）

图 3: 美国科技/SaaS 股票表现表 (2025 年年初至今及自 2025 年 4 月低点起)



资料来源: 彭博, 公司, 招商证券 (香港); 股价采用2025年6月9日收盘价

图 4：精选 AI SaaS 企业展示强劲的近期季度业绩和全年展望

公司	股票代码	2025 年一季度业绩 (对比预期)	2025 年二季度指引 (对比预期)	管理层评论/业务展望
Palantir Technologies	PLTR	收入 8.84 亿美元，同比增长 39%，超 8.63 亿美元预期；每股盈利 0.13 美元，符合预期。	收入指引 9.34 亿至 9.38 亿美元，高于 8.994 亿美元市场预期；上调全年指引。	首席执行官强调 AI 需求“极为旺盛”；美国市场增长强劲（同比增长 55%）；上调全年收入指引至约 39 亿美元（同比增长 36%）；受益于国防合同和政治关系，美国政府及商业 AI 平台增长显著。
Snowflake	SNOW	25 年一季度收入 10.4 亿美元，同比增长 26%，超预期；调整后净收入从 5,220 万美元增加至 8,730 万美元，同比增长 67%，超预期。	全年产品收入指引 43.3 亿美元，高于华尔街预期 42.9 亿美元；上调全年指引。	对收入超预期充满信心，主要得益于产品实力的强劲表现。随着企业加大对人工智能的投入并将工作负载迁移至云端，Snowflake 的市场吸引力持续提升。公司与 OpenAI 和 Anthropic 的持续合作，进一步推动客户对人工智能应用的兴趣和采用。
DataDog	DDOG	非 GAAP 每股盈利 0.46 美元，同比增长 4.5%，超预期 9.5%；净收入 7.616 亿美元，同比增长 24.6%，超预期 3%。	上调全年收入指引至 32.15 亿至 32.35 亿美元。上调全年指引。	客户扩展带来积极动能，支持上调指引。管理层指出，企业采用率提升、AI 工作负载动能及销售、研发和国际扩张投资驱动增长，同时通过效率举措管理云托管成本上升。
Salesforce	CRM	26 财年一季度非 GAAP 每股盈利超预期 1.6%，同比增长 5.7%。	上调全年预测，预计调整后每股盈利为 11.27 至 11.33 美元，收入为 410 亿至 413 亿美元，增长 8%至 9%，超预期。	持续强劲表现，对业务前景充满信心。AI 驱动的生产率提升促使 Salesforce 减少工程师和客服人员招聘，将 500 名客服员工调至其他岗位，节省 5,000 万美元，同时扩大销售团队 22%以支持 AI 产品增长。
Applovin	APP	25 年一季度收入超预期，销售额 14.8 亿美元，同比增长 40%。	广告收入指引 11.95 亿至 12.15 亿美元（同比增长 69%），EBITDA 指引 9.7 亿至 9.9 亿美元（同比增长 88%，利润率 81%）。	广告业务增长远超市场预期，盈利能力强劲。Applovin 聚焦广告业务，年化电商收入跑率 10 亿美元，市场渗透率低于 0.1%，顶级广告商流失率低于 3%，新自助服务仪表盘提升采用率和利润率。

资料来源：公司、媒体报道、招商证券（香港）

图 5：2025 年年初至今主要科技并购交易

公告日期	收购方	被收购方	交易金额 (百万美元)	行业/重点领域	备注
2025 年 3 月 18 日	Google	Wiz	32,000	云安全与人工智能	通过 AI 驱动威胁检测，提升 Google Cloud 安全性，强化全球企业云防御能力。此次收购加速了 Google 在网络安全领域的创新，并显著拓展了其云安全产品组合。
2025 年 5 月 27 日	Salesforce	Informatica	8,000	数据管理与 AI SaaS	提升了 Salesforce 的 AI 与数据集成能力，优化了客户洞察与分析。此次收购巩固了 Salesforce 在企业数据云及 AI 驱动 CRM 解决方案领域的领导地位。
2025 年 6 月 2 日	Salesforce	Moonhub	未披露	AI 招聘与人力资源 SaaS	收购 Moonhub 团队及 AI 人才，以推动 Salesforce 的 AI 招聘工具发展。Moonhub 的 AI 实现了招聘、入职及薪酬的自动化。继 Informatica 和 Convergence.ai 交易后，此次收购进一步强化了 Salesforce 的 AI 人力资源战略。
2025 年 6 月 2 日	IBM	Seek AI	未披露	AI 数据查询与企业 AI	将自然语言数据查询集成至 IBM Watsonx AI Labs，加速全球 AI 应用。该交易提升了 IBM 为企业客户提供的 AI 能力，实现更直观的数据访问与分析。
2025 年 5 月 6 日	DoorDash	Deliveroo	3,850	餐饮配送 SaaS 及物流	将 DoorDash 的全球业务扩展至 40 个国家。预计于 2025 年第四季度完成交割，提升配送网络与物流效率。该交易使 DoorDash 在国际餐饮配送市场占据主导地位。
2025 年 5 月 6 日	DoorDash	SevenRooms	1,200	酒店 SaaS 及商业	增强商户预订、客户关系管理和营销工具，提升客户参与率。此次收购整合酒店科技，提升 DoorDash 的商户服务及店内商业能力。
2025 年 5 月 27 日	Check Point Software	Veriti 网络安全	未披露	网络安全 SaaS 及人工智能	新增 AI 驱动的暴露评估与修复功能，提升威胁检测与响应速度。此次收购强化了 Check Point 的 Infinity 平台，为企业提供全面的网络安全解决方案。
2025 年 2 月 24 日	MongoDB	Voyage AI	220	AI 搜索与检索 SaaS	集成嵌入与重排序模型，提升 AI 应用的搜索相关性。该交易提升了 MongoDB 为开发者提供先进 AI 驱动搜索与数据检索能力。
2025 年 3 月 12 日	UiPath	Peak AI 有限公司	未披露	流程自动化 SaaS 与人工智能	面向产品库存和定价决策的人工智能，优化运营并减少人工错误。此次收购为 UiPath 的自动化平台增强了面向零售和供应链的 AI 驱动决策工具。
2025 年 2 月 13 日	CyberArk	Zilla Security	175	云数据安全 SaaS 与人工智能	身份治理与 AI 驱动安全，提升访问管理能力。此次收购通过先进 AI 身份保护能力扩展了 CyberArk 的云安全产品组合。
2025 年 4 月 16 日	Lyft	FreeNow	199	欧洲网约车与出行	Lyft 的首次欧洲收购预计将于 2025 年下半年完成，届时 Lyft 的市场将扩展至 9 个国家、150 多个城市，推动可服务市场接近翻倍扩展，并使年度总预订量增加约 10 亿欧元。

资料来源：公司、媒体报道、招商证券（香港）

大型科技公司的監管更新

- **Google（反垄断案件初步裁决提出较为温和的整改方案）**
 - 2025 年 5 月 31 日，美国司法部的一位联邦法官在反垄断裁决中认定 Google 非法维持其在在线搜索和广告市场的垄断地位。
 - 该法官提出了“较为温和”的整改方案，重点在于终止默认搜索引擎的排他性协议（Google 已经与设备制造商和无线服务提供商作出相关调整），并限制与竞争对手共享数据，而不是强制进行重大结构性剥离（如出售 Chrome 或 Android）。此举旨在恢复市场竞争，同时保留创新空间。
 - Google 认为这些措施仍然过于严厉，并坚持认为在人工智能和搜索领域竞争依然激烈，举例说明如 ChatGPT 和其他 AI 聊天机器人等强劲对手。值得注意的是，OpenAI 的 ChatGPT 25 年引荐流量翻倍，并表示如果法院强制剥离 Chrome，其有意收购该浏览器，这凸显了人工智能在重塑搜索格局和竞争中日益重要的作用。
 - Google 坚称原始裁决是错误的，并表示期待最终的上诉结果。法官预计将在 2025 年 8 月前就整改方案作出最终裁决。Google 已正式宣布将提起上诉。
- **Meta（反垄断案件目前仍处于待裁决阶段；鉴于 Google 案件的初步裁决，Meta 遭遇强制拆分的可能性有所降低）**
 - 2025 年 5 月 27 日，美国联邦贸易委员会（FTC）针对 Meta 的反垄断审判正式结束。该案聚焦于 Meta 收购 Instagram 和 WhatsApp 是否构成非法垄断。经过六周的庭审，案件现由法官裁定 Meta 是否非法维持其在个人社交网络服务领域的垄断地位。
 - Meta 辩称其正面临来自 TikTok、YouTube 以及 Apple 的 iMessage 等平台的激烈竞争，并表示其对 Instagram 和 WhatsApp 的收购不仅使消费者受益，也促进了被收购公司的发展。而 FTC 则指控 Meta 采取了‘收购或扼杀’（buy or bury）的策略，以压制潜在竞争对手。
 - 法律专家指出，FTC 在举证方面面临重大挑战，因此最终是否会对 Meta 作出不利裁决仍存在不确定性。预计法官将在未来几个月内作出裁决，而无需进行结案陈词。
- **Spotify（借“Apple 税”裁决提升利润空间与业务机会）**
 - 在美国联邦法院作出有利于 Epic Games 的裁决后，Apple 被迫允许美国的应用开发者在 iOS 应用中告知用户可使用的替代支付方式，从而绕过 Apple 的佣金费用。
 - Spotify 随即更新了其 iOS 应用，新增了订阅价格信息，并提供了跳转至其官网的直接支付链接。
 - Spotify 表示，这一变更已显著提升了 iOS 用户升级为 Premium 订阅的比例，同时也带动了有声书销量的初步增长。尽管公司未披露具体数据，但强调在 iOS 平台上，从免费用户转化为付费用户的比例已有明显改善——而在 Android 平台上，由于此前已提供相关信息，转化率保持稳定。这一差异凸显了 Apple 遵守法院裁决后所带来的即时影响。

股票 代码	公司 名称	新 目标价	旧 目标价	净利润增长率		市盈率(倍)		推荐理由
		(本币)	(本币)	2025	2026	2025	2026	
META US	Meta	759	697	5%	10%	27	24	Meta 增长趋势受 AI 驱动的广告、精准定位和广告内容优化支持，显著提升了转化率，推动广告商更多采用 AI 创意工具。同时，增强的推荐系统提高了 Facebook、Instagram 和 Threads 的用户参与度，其中 Threads 月活跃用户超过 3.5 亿，提前实现变现。此外，WhatsApp 和 Messenger 庞大的用户基础为 AI 赋能的商业消息提供了沃土，支持可扩展的客户服务和销售，尤其在泰国、越南等新兴市场推动电商增长，并有望扩展至发达市场。新目标价对应 17 倍 25 年 EV/EBITDA 和 23 倍非 GAAP 市盈率，EV/EBITDA 对增长比率为 1.3 倍，与主要大型科技公司平均水平一致。
AMZN US	Amazon	248	213	12%	20%	35	29	AWS 迎来 AI 驱动的强劲需求，积压订单达 1,890 亿美元，25 年一季度同比增长 20%，但当前增长受硬件产能限制，预计 2025 年年内将逐步缓解，进一步推动 AWS 增长和 AI 使用率，降低计算成本并提高容量可用性。更重要的是，中美关税局势持续缓和将对电商和广告业务构成利好。Amazon 新目标价对应 16 倍 2025 年 EV/EBITDA 和 38 倍市盈率，EV/EBITDA 对增长比率为 1.1 倍，与主要大型科技公司平均水平一致。
NFLX US	Netflix	1,410	1,160	27%	20%	47	39	2025 年下半年 Netflix 计划推出多部原创新剧和续集，包括《鱿鱼游戏》第三季、《眼镜蛇道馆》第六季第三部、《爱你的梅根》第二季，以及国际新剧如《黑色处决令》（印度）、《德里罪案》（印度）和《Community Squad》（阿根廷）。此外，Netflix 将扩展直播活动，涵盖 NFL 比赛、WWE Monday Night Raw、WWE 高级直播活动（如 WrestleMania 和 SummerSlam）以及年度 Netflix Tudum 粉丝活动。其战略继续致力于多元化节目内容和提升订阅者参与度。Netflix 新目标价对应 20 倍 EV/EBITDA 和 50 倍市盈率，EV/EBITDA 对增长比率为 1.8 倍，处于平台及行业同业中最高水平。估值水平反映了公司护城河以及其在执行力和增长业绩上的优势。
SPOT US	Spotify	790	700	51%	54%	73	47	我们预计 Spotify 将通过扩展至有声书、播客和视频内容实现订阅用户数和收入的持续稳健增长，同时聚焦于高端订阅层级（可能在 2025 年下半年推出 SVIP 会员）及优化变现策略。Spotify 有望受益于对苹果应用商店费用（“苹果税”）的持续监管审查，这可能扩大其服务范围并提升盈利能力。Spotify 新目标价对应 54 倍 EV/EBITDA 和 85 倍市盈率，EV/EBITDA 对增长比率为 1.0 倍，处于平台同业估值区间内。
DASH US	DoorDash	244	224	54%	41%	40	29	DoorDash 通过品类扩张、广告和国际市场推动增长，保持美国配送市场领导地位。其 25 年一季度强劲表现凸显长期需求及通过成本控制和变现举措改善盈利能力。近期收购 Deliveroo 增强了 DoorDash 在欧洲的布局，支持全球加速增长，预计 25 财年收入和调整后 EBITDA 将分别增长 19%和 52%。DoorDash 新目标价对应 35 倍 EV/EBITDA 和 46 倍市盈率，EV/EBITDA 对增长比率约为 1.0 倍，处于平台同业估值区间内。
DUOL US	多邻国	593	484	39%	30%	75	58	我们依然看好多邻国强劲的业务增长前景，其驱动因素包括：1）广阔的潜在市场规模和货币化机会；2）稳固的市场领导地位；3）借助 AI 技术持续进行创新和推出新产品；4）独特的品牌和知识产权，以及社交优先的产品/营销策略。我们认为多邻国已成为生成式 AI 的主要受益者，推动收入增长和成本节约。我们预计多邻国 25/26 财年的收入同比分别增长 33%/27%，核心盈利增速分别为 39%/30%。

资料来源：彭博、公司、招商证券（香港）预测

图6：估值对比

			招商证 券	股价	市值	EV/EBITDA		市盈率		市销率		收入	EBITDA	净利润	ROAE	ROAA	净债务/ 市值	EV/EBITDA- to-G	PEG
公司名称	股票代码	货币	评级	(本币)	(十亿美元)	2025	2026	2025	2026	2025	2026	24-26	24-26	24-26	2025	2025	2025		
美国主要平台																			
Amazon	AMZN	美元	增持	217	2,340	15	13	35	29	3.4	3.1	9%	14%	16%	22%	11%	-1%	1.0	2.0
Google	GOOGL	美元	增持	176	2,175	12	11	18	17	5.5	4.9	11%	13%	12%	35%	26%	-23%	0.8	1.5
Meta	META	美元	增持	694	1,736	16	14	27	24	9.6	8.4	13%	12%	8%	33%	22%	-14%	1.2	3.3
Microsoft	MSFT	美元	未评级	473	3,531	21	18	33	29	11.8	10.3	14%	16%	14%	32%	18%	-14%	1.3	2.2
Oracle	ORCL	美元	未评级	177	506	19	16	27	23	8.4	7.3	14%	15%	14%	95%	11%	367%	1.2	1.8
Apple	AAPL	美元	未评级	201	2,972	22	20	28	26	7.3	6.7	5%	5%	9%	175%	30%	24%	4.1	3.0
Tesla	TSLA	美元	增持	309	1,039	77	55	189	107	11.4	9.5	9%	9%	14%	8%	5%	-40%	7.0	10.3
Salesforce	CRM	美元	未评级	272	258	15	13	24	21	6.4	5.9	9%	9%	12%	17%	10%	-16%	1.5	1.9
均值						17	15	27	25	7.8	7.0	10%	13%	13%	32%	15%	-14%	1.2	2.1
软件																			
Cisco	CSCO	美元	未评级	66	260	12	12	17	16	4.5	4.3	5%	4%	4%	34%	13%	25%	2.9	3.8
SAP	SAP	美元	未评级	305	351	26	23	44	37	8.4	7.5	11%	20%	26%	15%	9%	-10%	1.2	1.6
IBM	IBM	美元	未评级	272	250	16	15	28	26	3.9	3.8	5%	10%	25%	36%	7%	152%	1.6	1.1
Adobe	ADBE	美元	未评级	416	177	15	14	26	23	7.7	6.9	9%	7%	17%	60%	28%	-30%	2.0	1.4
ServiceNow	NOW	美元	未评级	1,027	212	45	37	61	51	16.5	14.0	19%	22%	20%	31%	15%	-58%	1.9	2.8
Palantir	PLTR	美元	未评级	132	322	176	135	208	160	86.9	69.3	32%	40%	39%	25%	20%	-120%	3.9	4.7
Intuit	INTU	美元	未评级	764	211	26	23	35	30	10.8	9.6	13%	15%	16%	29%	17%	-11%	1.6	2.1
ADP	ADP	美元	未评级	319	126	21	20	30	28	6.2	5.8	6%	8%	8%	80%	8%	14%	2.7	3.7
Applovin	APP	美元	未评级	384	119	31	24	45	30	23.4	19.0	21%	44%	65%	202%	47%	125%	0.6	0.6
Unity	WBA	美元	未评级	25	10	30	24	-28	-35	6.2	5.8	3%	9%	-34%	-3%	-1%	12%	2.9	0.9
Workday	WDAY	美元	未评级	253	68	20	17	28	24	7.2	6.5	13%	20%	19%	24%	13%	-66%	1.0	1.4
Snowflake	SNOW	美元	未评级	211	70	120	88	172	118	17.1	14.2	24%	39%	41%	15%	4%	-82%	2.7	3.5
Palo Alto Net	PANW	美元	未评级	196	129	41	35	53	46	14.2	12.6	14%	16%	16%	32%	10%	-66%	2.4	3.2
CrowdStrike	CRWD	美元	未评级	464	115	90	67	129	94	24.9	20.8	21%	26%	23%	25%	10%	-132%	3.0	4.9
Fortinet	FTNT	美元	未评级	102	76	31	28	41	36	11.7	10.4	13%	10%	9%	82%	18%	-210%	2.8	4.0
均值						30	24	41	30	10.8	9.6	13%	16%	19%	31%	13%	-30%	2.4	2.8

注：股价采用 2025 年 6 月 9 日收市价；未评级公司的未来预测是基于彭博市场共识；资料来源：彭博、公司、招商证券（香港）预测

			招商证券	股价	市值	EV/EBITDA		市盈率		市销率		收入	EBITDA	净利润	ROAE	ROAA	净债务/ 市值	EV/EBITDA- to-G	PEG
公司名称	股票代码	货币	评级	(港币)	(十亿美元)	2025	2026	2025	2026	2025	2026	24-26	24-26	24-26	2025	2025	2025		
社交																			
Meta	META	美元	增持	694	1,736	16	14	27	24	9.6	8.4	13%	12%	8%	33%	22%	-14%	1.2	3.3
Pinterest	PINS	美元	未评级	34	23	17	14	56	39	5.7	5.1	14%	20%	-44%	24%	21%	-57%	0.8	-1.1
Reddit	RDDT	美元	未评级	118	21	32	22	86	45	12.9	10.4	35%	74%	NA	21%	20%	-97%	0.4	NA
Snap	SNAP	美元	未评级	9	15	30	20	-20	-25	2.5	2.4	10%	22%	-10%	17%	5%	26%	1.1	2.3
均值						23	17	41	32	7.6	6.7	14%	21%	-10%	23%	21%	-36%	0.9	2.3
灵活用工行业和流媒体																			
DoorDash	DASH	美元	增持	217	92	33	24	40	29	7.5	6.4	19%	37%	47%	24%	15%	-77%	0.8	0.7
Uber	UBER	美元	增持	87	185	22	17	22	19	3.7	3.2	15%	30%	35%	27%	12%	1%	0.6	0.6
Lyft	LYFT	美元	增持	16	7	11	8	17	14	1.0	0.9	12%	31%	14%	29%	5%	-141%	0.3	1.1
Meituan	3690 HK	美元	增持	148	114	14	11	20	15	2.2	1.9	15%	15%	12%	21%	12%	-80%	0.8	1.4
Grab	Grab US	美元	未评级	5	21	35	21	161	60	6.1	5.2	19%	50%	NA	2%	1%	-86%	0.6	NA
Duolingo	DUOL	美元	增持	498	22	80	56	152	99	24.7	19.7	30%	42%	61%	32%	20%	-119%	1.6	2.1
Netflix	NFLX	美元	增持	1,224	514	38	32	47	39	11.9	10.5	13%	23%	23%	43%	21%	29%	1.5	1.9
Spotify	SPOT	美元	增持	699	141	45	34	73	47	7.2	6.3	15%	41%	53%	25%	13%	-129%	0.9	1.1
Disney	DIS	美元	未评级	116	211	12	11	21	20	2.2	2.0	5%	13%	31%	10%	5%	34%	0.9	0.6
Warner Music	WMG	美元	未评级	26	14	12	11	23	19	2.1	2.0	3%	4%	23%	79%	7%	526%	2.7	0.9
均值						27	19	32	24	4.9	4.2	15%	30%	31%	26%	12%	-78%	0.9	1.1
网络安全																			
Palo Alto Net	PANW	美元	未评级	196	129	41	35	53	46	14.2	12.6	14%	16%	16%	32%	10%	-66%	2.4	3.2
CrowdStrike	CRWD	美元	未评级	464	115	90	67	129	94	24.9	20.8	21%	26%	23%	25%	10%	-132%	3.0	4.9
Datadog	DDOG	美元	未评级	121	42	56	43	67	54	13.6	11.6	20%	12%	9%	20%	10%	-99%	4.1	6.9
Zscaler	ZS	美元	未评级	300	46	59	47	83	68	16.9	14.5	21%	27%	21%	18%	6%	-121%	2.0	3.5
Check Point Software	CHKP	美元	未评级	228	24	19	18	23	22	9.2	8.4	6%	5%	5%	40%	19%	-48%	3.8	4.6
Okta	OKTA	美元	未评级	101	17	20	18	29	26	6.6	6.1	10%	15%	15%	9%	6%	-34%	1.3	1.9
CyberArk	CYBR	美元	未评级	398	20	59	48	101	78	15.6	13.4	25%	45%	32%	8%	6%	-36%	1.2	2.8
Akamai	AKAM	美元	未评级	78	12	9	8	12	11	2.8	2.7	4%	4%	0%	19%	9%	45%	2.1	27.8
SentinelOne	S	美元	未评级	18	6	65	36	88	49	6.2	5.4	21%	188%	184%	4%	3%	-46%	0.3	0.4
Varonis Systems	VRNS	美元	未评级	51	6	330	128	255	116	11.1	9.6	15%	31%	10%	5%	1%	7%	7.4	19.1
Qualys	QLYS	美元	未评级	142	5	17	16	23	22	7.9	7.3	7%	2%	2%	43%	22%	-79%	8.1	12.7
Tenable Holdings	TENB	美元	未评级	33	4	17	15	22	19	4.1	3.9	8%	17%	16%	40%	10%	-46%	0.9	1.2
Rapid7	RPD	美元	未评级	24	2	13	12	235	87	2.1	2.1	3%	-6%	-17%	151%	8%	365%	-2.1	-9.3
均值						41	35	67	49	9	8	14%	16%	15%	20%	9%	-46%	2.1	3.5

注：股价采用 2025 年 6 月 9 日收市价；未评级公司的未来预测是基于彭博市场共识；资料来源：彭博、公司、招商证券（香港）预测

多邻国估值逻辑

我们基础情形的目标价从 484 美元上调至 593 美元，基于 26 财年盈利预测 3.90 亿美元（不变）及 75 倍目标市盈率（由先前的 61 倍上调，位于历史均值+2 个标准差），约合 2.2 倍 PEG（先前为 1.8 倍，对比同业平均为 2.2 倍）。目标价对应 25/26 财年 98 倍/75 倍基础情形下市盈率，以及 78 倍/53 倍乐观情形下市盈率。

图 7：多邻国估值

百万美元				
26 年预测	悲观情形	基础情形	乐观情形	理想情形
订阅收入		1,093	1,496	3,026
占比		87%		
活跃用户数 (MAU)		173	200	300
订阅用户数：		14	19	36
付费率		8.4%	9.5%	12.0%
月度平均收入每用户 (ARPPU)		5.8	6.6	7.0
收入	1,193	1,259	1,662	3,363
同比增速	20%	27%	67%	
相对基础情形的上行空间	-5%		32%	167%
调整后 EBITDA	298	385	548	1,177
同比增速	6%	36%	94%	317%
调整后 EBITDA 利润率	25%	31%	33%	35%
相对基础情形的上行空间	-22%		43%	206%
核心净利润	304	390	554	1,182
同比增速	1%	30%	84%	294%
核心净利率	25%	31%	33%	35%
相对基础情形的上行空间	-22%		42%	203%
目标估值倍数 (倍)	悲观情形	基础情形	乐观情形	理想情形
P/E	50	75	80	80
净利润 24-27 年复合增速		34%	52%	
PEG (倍)		2.2	1.5	
目标权益价值	15,237	29,312	44,399	94,808
流通股数 (百万)	49	49	49	49
目标价 (美元)	308	593	899	1,919
上行空间	-38%	19%	80%	285%
目标价对应倍数 - 基础情形		2025E	2026E	2027E
市盈率		98	75	56
市销率		29	23	19
目标价对应倍数 - 乐观情形		2025E	2026E	2027E
市盈率		78	53	38
市销率		24	18	14

资料来源：公司数据、招商证券（香港）预测

财务预测表 – Meta (Meta US)

资产负债表

(百万美元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
年结	12.31	12.31	12.31	12.31	12.31
现金及等价物	41,862	43,889	29,639	39,640	69,532
短期投资	23,541	33,926	40,711	48,853	58,624
应收账款	16,169	16,994	18,980	20,455	22,705
其他流动资产	3,793	5,236	5,498	5,773	6,061
总流动资产	85,365	100,045	94,828	114,722	156,923
股权投资	6,141	6,070	6,374	6,692	7,027
物业、厂房及设备	96,587	121,346	173,822	216,732	243,535
经营租赁资产	13,294	14,922	16,414	18,056	19,861
商誉	21,442	26,238	26,238	26,238	26,238
其他非流动资产	6,794	7,433	7,805	8,195	8,605
总非流动资产	144,258	176,009	230,652	275,913	305,266
总资产	229,623	276,054	325,480	390,635	462,189
应付账款	4,849	7,687	7,217	8,613	9,560
应计费用	25,488	23,967	22,500	26,853	29,807
其他流动负债	1,623	1,942	2,136	2,350	2,585
流动负债	31,960	33,596	31,853	37,816	41,951
长期负债	18,385	28,826	27,673	25,736	23,934
	17,226	18,292	20,121	22,133	24,347
经营租赁负债	8,884	12,703	13,338	14,005	14,705
其他长期负债	44,495	59,821	61,132	61,874	62,986
非流动负债	76,455	93,417	92,985	99,690	104,938
总负债	153,168	182,637	232,494	290,945	357,251
总权益	47,018	48,989	42,677	62,758	104,222
净现金/(债务)	31%	27%	18%	22%	29%

现金流量表

(百万美元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
年结	12.31	12.31	12.31	12.31	12.31
税前利润	39,098	62,360	67,969	75,865	86,201
折旧摊销	11,177	15,498	18,524	25,089	33,197
股权激励	14,027	16,690	18,294	20,629	22,899
运营资本变化	6,811	-3,220	-3,390	4,860	2,296
经营活动净现金	71,113	91,328	101,398	126,443	144,592
资本开支	-27,045	-37,256	-71,000	-68,000	-60,000
其他	2,550	-9,894	-7,089	-8,461	-10,105
投资活动净现金	-24,495	-47,150	-78,089	-76,461	-70,105
偿债	7,397	8,463	-1,153	-1,937	-1,802
回购	-19,775	-30,125	-30,873	-31,854	-35,796
股息支付	0	0	-5,533	-6,189	-6,997
其他融资活动	-111	-277	0	0	0
融资活动净现金	-19,500	-40,781	-37,559	-39,980	-44,595
汇兑损益	113	-786	0	0	0
现金净变动	27,231	2,611	-14,250	10,002	29,892
期初现金	15,596	42,827	43,889	29,639	39,640
期末现金	41,862	43,889	29,639	39,640	69,532

资料来源：公司数据，彭博，招商证券（香港）预测

利润表

(百万美元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
年结	12.31	12.31	12.31	12.31	12.31
收入	134,902	164,500	189,801	215,317	238,999
销售成本	25,959	30,162	36,083	43,063	47,800
毛利	108,943	134,338	153,718	172,254	191,199
销售费用	12,301	11,347	13,828	15,248	16,923
技术开发费用	38,483	43,872	50,692	56,117	60,666
一般管理费用	11,408	9,739	12,719	13,992	15,047
经营利润	46,751	69,380	76,479	86,897	98,563
非 GAAP 经营利润	60,778	86,070	94,774	107,526	121,462
非 GAAP EBITDA 利润	71,278	100,284	112,536	132,208	153,785
利息收入及其他	677	1,284	1,375	1,318	1,670
税前净利润	47,428	70,664	77,854	88,215	100,233
税费	8,330	8,304	9,885	12,350	14,033
报告净利润	39,098	62,360	67,969	75,865	86,201
非 GAAP 净利润	53,125	79,050	86,263	96,494	109,099

财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
年结	12.31	12.31	12.31	12.31	12.31
同比增长率(%)					
收入	15.7	21.9	15.4	13.4	11.0
毛利	19.2	23.3	14.4	12.1	11.0
报告经营利润	61.5	48.4	10.2	13.6	13.4
非 GAAP 经营利润	48.5	41.6	10.1	13.5	13.0
报告净利润	68.5	59.5	9.0	11.6	13.6
非 GAAP 净利润	51.0	48.8	9.1	11.9	13.1
获利能力 (%)					
毛利	80.8	81.7	81.0	80.0	80.0
报告经营利润率	34.7	42.2	40.3	40.4	41.2
非 GAAP 经营利润率	45.1	52.3	49.9	49.9	50.8
EBITDA 利润率	52.8	61.0	59.3	61.4	64.3
报告净利润率	29.0	37.9	35.8	35.2	36.1
非 GAAP 净利润率	39.4	48.1	45.4	44.8	45.6
ROE	38.1	47.1	41.6	36.9	33.7

财务预测表 – Netflix (NFLX US)

资产负债表					
(百万美元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
年结	12.31	12.31	12.31	12.31	12.31
现金及等价物	7,117	7,805	8,553	8,636	11,991
短期投资	21	1,779	890	1,334	1,112
其他流动资产	2,780	3,517	3,517	3,517	3,517
总流动资产	9,918	13,100	12,959	13,487	16,619
内容资产	31,658	32,452	35,066	37,862	39,359
物业、厂房及设备	1,491	1,594	1,530	1,457	1,420
其他非流动资产	5,664	6,484	6,808	7,148	7,506
总非流动资产	38,814	40,530	43,403	46,467	48,285
总资产	48,732	53,630	56,363	59,954	64,904
短期负债	400	1,784	1,606	1,445	1,301
流动内容负债	4,466	4,394	4,482	4,571	4,663
递延收入	1,443	1,521	1,762	1,954	2,161
应收账款, 费用	2,551	3,056	3,057	3,143	3,227
流动负债	8,861	10,755	10,907	11,114	11,351
非流动内容负债	2,578	1,781	1,781	1,781	1,781
递延收入 - 非流动	14,143	13,798	12,419	11,177	10,059
其他非流动负债	2,561	2,552	2,552	2,552	2,552
非流动负债	19,283	18,131	16,752	15,510	14,392
总负债	28,144	28,887	27,658	26,624	25,743
总权益	20,588	24,744	28,705	33,330	39,161
净债务	-7,405	-5,999	-4,582	-2,651	1,743
净现金/(债务)*	-36%	-24%	-16%	-8%	4%

现金流量表					
(百万美元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
年结	12.31	12.31	12.31	12.31	12.31
税前利润	5,408	8,712	11,961	13,625	15,831
新增内容资产	-13,140	-17,003	-18,000	-19,000	-19,000
折旧摊销	14,554	15,630	15,849	16,673	17,951
运营资本变化	452	22	5	28	24
经营活动净现金	7,274	7,361	9,816	11,326	14,806
资本开支	-349	-440	-399	-396	-411
其他	890	-1,742	890	-445	222
投资活动净现金	542	-2,182	491	-840	-189
融资活动净现金	-5,951	-4,074	-9,558	-10,402	-11,262
汇兑损益	83	-416	0	0	0
现金净变动	1,948	689	749	83	3,355
期初现金	5,171	7,119	7,807	8,556	8,639
期末现金	7,119	7,807	8,556	8,639	11,993
自由现金流	6,926	6,922	9,417	10,930	14,394

资料来源: 公司数据, 彭博, 招商证券 (香港) 预测

利润表					
(百万美元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
年结	12.31	12.31	12.31	12.31	12.31
收入	33,723	39,001	44,052	48,850	54,032
销售成本	-19,715	-21,038	-22,510	-24,672	-26,749
毛利	14,008	17,963	21,542	24,178	27,283
销售费用	-2,658	-2,918	-2,928	-3,259	-3,569
技术开发费用	-2,676	-2,925	-3,168	-3,444	-3,771
一般管理费用	-1,720	-1,702	-1,751	-1,957	-2,143
报告经营利润	6,954	10,418	13,694	15,517	17,799
非 GAAP 经营利润	7,293	10,690	13,988	15,880	18,201
非 EBITDA 利润	7,650	11,019	14,451	16,349	18,649
利息费用	-700	-719	-609	-569	-534
利息收入及其他	-49	267	523	805	1,194
税前净利润	6,205	9,966	13,609	15,753	18,459
税费	-797	-1,254	-1,648	-2,127	-2,629
报告净利润	5,408	8,712	11,961	13,625	15,831
非 GAAP 净利润	6,259	9,479	12,255	13,989	16,233
非 GAAP 每股盈利(美元)	13.9	21.6	28.2	32.5	38.1

财务比率					
	2023	2024	2025E	2026E	2027E
年结	12.31	12.31	12.31	12.31	12.31
同比增长率(%)					
收入	6.7	15.6	13.0	10.9	10.6
毛利	12.5	28.2	19.9	12.2	12.8
报告经营利润	-9.1	23.5	49.8	31.5	13.3
报告净利润	20.4	61.1	37.3	13.9	16.2
非 GAAP 经营利润	17.5	46.6	30.9	13.5	14.6
非 GAAP 净利润	11.8	51.4	29.3	14.1	16.0
获利能力 (%)					
毛利	41.5	46.1	48.9	49.5	50.5
报告经营利润	20.6	26.7	31.1	31.8	32.9
非 GAAP 经营利润	21.6	27.4	31.8	32.5	33.7
报告净利润	16.0	22.3	27.2	27.9	29.3
非 GAAP 净利润	18.6	24.3	27.8	28.6	30.0
ROE	26.1	38.4	44.8	43.9	43.7

财务预测表 – DoorDash (DASH US)

资产负债表

(百万美元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
年结	12.31	12.31	12.31	12.31	12.31
现金及现金等价物	2,656	4,019	6,136	9,028	12,499
流动性金融资产 - 当前	1,422	1,322	1,586	1,904	2,284
支付处理器持有的资金	356	436	436	436	436
应收账款, 净值	533	732	910	1,078	1,255
预付费用和其他流动资产	630	877	1,003	1,153	1,386
流动资产	5,597	7,386	10,072	13,599	17,861
经营租赁使用权资产	436	389	389	389	389
房地产和设备, 净值	712	778	545	415	470
无形资产, 净值	659	510	364	255	177
商誉	2,432	2,315	2,315	2,315	2,315
非流动权益证券	46	0	0	0	0
其他资产	957	1,467	1,634	1,834	2,075
非流动资产	5,242	5,459	5,247	5,208	5,426
总资产	10,839	12,845	15,319	18,807	23,288
应付账款	216	321	391	478	567
经营租赁负债	68	68	68	68	68
应计费用及其他流动负债	3,126	4,049	4,425	4,881	5,641
流动负债	3,410	4,438	4,885	5,427	6,276
经营租赁负债	454	468	468	468	468
其他负债	162	129	129	129	129
非流动负债	616	597	597	597	597
总负债	4,026	5,035	5,482	6,024	6,873
总权益	6,813	7,810	9,837	12,783	16,414
净现金	4,078	5,341	7,723	10,932	14,783
净现金/(债务)	60%	68%	79%	86%	90%

现金流量表

(百万美元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
年结	12.31	12.31	12.31	12.31	12.31
税前利润	-565	117	1,006	1,702	2,160
折旧摊销	509	561	742	638	461
运营资本变化	417	136	143	224	439
其他	1,312	1,318	1,256	1,491	1,730
经营活动净现金	1,673	2,132	3,147	4,056	4,790
资本开支	-324	-330	-363	-399	-439
流动性金融资产, 净额	1	-82	-431	-518	-621
联营公司投资	-19	-32	0	0	0
投资活动净现金	-342	-444	-794	-917	-1,060
股票回购, 净额	-750	-224	-235	-247	-259
其他	-2	20	0	0	0
融资活动净现金	-752	-204	-235	-247	-259
汇兑损益	5	-35	0	0	0
现金净变动	584	1,449	2,117	2,892	3,471
期初现金	2,188	2,772	4,221	6,338	9,230
期末现金	2,772	4,221	6,338	9,230	12,701
限制性现金	116	202	202	202	202

资料来源: 公司数据, 彭博, 招商证券 (香港) 预测

利润表

(百万美元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
年结	12.31	12.31	12.31	12.31	12.31
GOV	66,771	80,231	96,615	113,555	131,284
收入	8,635	10,722	13,003	15,398	17,934
货币化率	12.9%	13.4%	13.5%	13.6%	13.7%
销售成本	-4,589	-5,542	-6,532	-7,724	-8,873
毛利	4,046	5,180	6,472	7,674	9,061
销售费用	-1,876	-2,037	-2,408	-2,677	-3,138
研发费用	-1,003	-1,168	-1,235	-1,305	-1,435
行政费用	-1,235	-1,452	-1,346	-1,421	-1,614
折旧和摊销费用	-509	-561	-641	-728	-812
经营利润	-579	-38	841	1,542	2,062
非 GAAP 经营利润	681	1,317	2,101	3,037	3,796
非 GAAP EBITDA 利润	1,190	1,878	2,858	3,881	4,724
净利息收入	152	199	224	257	345
其他费用	-107	-5	-10	-7	-7
税前利润	-534	156	1,055	1,792	2,400
税费	31	39	49	90	126
报告净利润	-558	123	1,010	1,706	2,164
非 GAAP 净利润	809	1,483	2,280	3,209	3,905
非 GAAP 每股盈利(美元)	1.9	3.5	5.1	6.8	8.2

财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
年结	12.31	12.31	12.31	12.31	12.31
同比增速					
收入	31	24	21	18	16
报告经营利润	35	28	25	19	18
经营利润	-48	-93	n.a.	83	34
净利润	-59	n.a.	722	69	27
非 GAAP 经营利润	n.a.	93	60	45	25
调整后 EBITDA 利润	230	58	52	36	22
非 GAAP 净利润	1,345	83	54	41	22
获利能力 (%)					
毛利率	47	48	50	50	51
报告经营利润率	-7	0	6	10	11
非 GAAP 经营利润率	8	12	16	20	21
调整后 EBITDA 利润率	14	18	22	25	26
报告净利润率	-6	1	8	11	12
非 GAAP 净利润率	9	14	18	21	22
ROE	12	19	23	25	24

财务预测表 – Duolingo (DUOL US)

资产负债表					
(百万美元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
年结	12.31	12.31	12.31	12.31	12.31
现金及等价物	748	878	1,123	1,432	1,837
应收账款	89	129	171	217	263
其他流动资产	61	95	100	105	110
流动资产	898	1,102	1,394	1,754	2,210
物业、厂房及设备	28	39	36	35	33
商誉	4	11	11	11	11
无形资产	16	16	14	12	11
其他非流动资产	8	135	142	149	156
非流动资产	56	200	202	206	211
总资产	954	1,302	1,596	1,959	2,421
应付账款	2	6	9	11	14
递延收入	249	373	516	671	828
其他流动负债	26	43	45	47	50
总流动负债	277	422	570	730	891
长期债务	21	55	55	55	55
非流动负债	21	55	55	55	55
总负债	298	477	625	785	946
股东权益	656	825	970	1,175	1,474
总权益	954	1,302	1,596	1,959	2,421
净现金/(债务)	748	878	1,123	1,432	1,837

现金流量表					
(百万美元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
年结	12.31	12.31	12.31	12.31	12.31
税前利润	16	89	146	204	300
折旧摊销	7	11	15	13	12
运营资本变化	35	76	103	112	113
其他	0	0	-9	-10	-10
经营活动净现金	154	286	408	505	635
资本开支	-3	-12	-10	-10	-10
并购	0	196	0	0	0
其他	0	-392	0	0	0
投资活动净现金	-14	-217	-10	-10	-10
融资活动净现金	2	-30	-153	-186	-221
现金净变动	142	38	245	309	405
期初现金	608	750	878	1,123	1,432
期末现金	748	878	1,123	1,432	1,837

资料来源：公司数据，彭博，招商证券（香港）预测

利润表					
(百万美元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
年结	12.31	12.31	12.31	12.31	12.31
收入	531	748	994	1,259	1,529
销售成本	-142	-204	-285	-364	-445
毛利	389	544	709	895	1,084
销售费用	-76	-90	-113	-136	-147
研发费用	-194	-235	-294	-346	-387
行政费用	-132	-156	-186	-224	-254
报告经营利润/(亏损)	-13	63	116	190	296
非经营性收入(费用)	31	40	49	51	57
税前利润	18	102	165	240	353
税费	-2	-14	-19	-36	-53
报告净利润/(亏损)	16	89	146	204	300
非 GAAP 经营利润	91	189	271	375	516
非 GAAP 净利润	121	215	300	390	520
调整后 EBITDA	94	192	282	385	525
核心每股盈利 (美元)	2.5	4.4	6.1	7.8	10.3

财务比率					
	2023	2024	2025E	2026E	2027E
年结	12.31	12.31	12.31	12.31	12.31
同比增长率(%)					
收入	43.7	40.8	32.9	26.6	21.4
毛利	44.0	39.9	30.2	26.3	21.0
报告经营利润	-79.7	n.a.	86.0	62.8	56.0
报告净利润	n.a.	451.3	64.7	40.0	46.7
非 GAAP 经营利润	499.8	107.4	42.9	38.5	37.7
非 GAAP 净利润	478.8	78.5	39.3	29.9	33.5
调整后 EBITDA	506.1	104.9	47.1	36.2	36.5
利润率(%)					
毛利率	73.2	72.8	71.3	71.1	70.9
报告经营利润率	-2.5	8.4	11.7	15.1	19.3
报告净利润率	3.0	11.8	14.7	16.2	19.6
非 GAAP 经营利润率	17.2	25.3	27.2	29.8	33.8
非 GAAP 净利润率	22.7	28.8	30.2	31.0	34.0
调整后 EBITDA 利润率	17.6	25.7	28.4	30.5	34.3
有效税率(%)	9.6	13.4	11.7	15.0	15.0
净现金/股权比例(%)	78.4	67.4	70.4	73.1	75.9

投资评级定义

行业投资评级	定义
推荐	预期行业整体表现在未来 12 个月优于市场
中性	预期行业整体表现在未来 12 个月与市场一致
回避	预期行业整体表现在未来 12 个月逊于市场

公司投资评级	定义
增持	预期股价在未来 12 个月上升 10% 以上
中性	预期股价在未来 12 个月上升或下跌 10% 或以内
减持	预期股价在未来 12 个月下跌 10% 以上

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明:(i)本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对所评论的证券和发行人的看法;(ii)该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相关系。

监管披露

有关重要披露事项, 请参阅本公司网站之「披露」网页 <http://www.newone.com.hk/cmshk/gb/disclosure.html> 或 <http://www.cmschina.com.hk/Research/Disclosure>。

免责声明

本报告由招商证券(香港)有限公司提供。本报告的信息来源于被认为可靠的公开资料, 但招商证券(香港)有限公司、其母公司及关联机构、任何董事、管理层、及员工(统称“招商证券”)对这些信息的准确性、有效性和完整性均不作任何陈述及保证。招商证券对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失, 概不负责。

本报告中的内容和意见仅供参考, 其并不构成对所述证券或相关金融工具的建议、出价、询价、邀请、广告及推荐等。本报告中讨论的证券, 工具或策略, 可能并不适合所有投资者, 某些投资者可能没有资格参与其中的一些或全部。某些服务和产品受法律限制, 不能在全球范围内不受限制地提供, 和/或可能不适合向所有投资者出售。招商证券并非于美国登记的经纪自营商, 除美国证券交易委员会的规则第 15(a)-6 条款所容许外, 招商证券的产品及服务并不向美国人提供。

招商证券可随时更改报告中的内容、意见和估计等, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。过往表现并不代表未来表现。未来表现的估计, 可能基于无法实现的假设。本报告包含的分析, 基于许多假设。不同的假设可能导致重大不同的结果。由于使用不同的假设和/或标准, 此处表达的观点可能与招商证券其他业务部门或其他成员表达的观点不同或相反。

编写本报告时, 并未考虑投资者的财务状况和投资目标。投资者自行决定使用其中的任何信息, 并承担风险。投资者须按照自己的判断, 决定是否使用本报告所载的内容和信息, 并自行承担相关的风险。且投资者应自行索取独立财务及/或税务专业意见, 并按其本身的投资目标及财务状况自行评估个别投资风险, 而非本报告作出自己的投资决策。

招商证券可能会持有报告中所提到公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权归招商证券所有, 未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和刊登。对于因使用或分发本文档而引起的任何第三方索赔或诉讼, 招商证券不承担任何责任。

本报告仅在适用法律允许的情况下分发。如果在任何司法管辖区、任何法律或法规禁止或限制下，您仍收到本报告，则不旨在分发给您。尤其是，本报告仅提供给根据美国证券法允许招商证券接触的某些美国人，而不能以其他方式直接或间接地将其分发或传播入美国境内或给美国人。

在香港，本报告由招商证券（香港）有限公司分发。招商证券（香港）有限公司现持有香港证券及期货事务监察委员会（SFC）所发的营业牌照，并由 SFC 按照《证券及期货条例》进行监管。目前的经营范围包括第 1 类（证券交易）、第 2 类（期货合约交易）、第 4 类（就证券提供意见）、第 6 类（就机构融资提供意见）和第 9 类（提供资产管理）。

在韩国，专业客户可以通过 China Merchants Securities (Korea) Co., Limited 要求获得本报告。

在英国，本报告由 China Merchants Securities (UK) Limited 分发。本报告可以分发给以下人士：(1) 符合《2000 年金融服务和市场法》（2005 年金融促进）令第 19(5)章定义的投资专业人士；(2) 符合该金融促进令第 49(2)(a)至(d)章定义高净值的公司、或非法人协会等；或(3) 可以通过合法方式传达或促使其进行投资活动的邀请或诱使的人（根据《2000 年金融服务和市场法》第 21 条的定义）（所有这些人一起被称为“相关人”）。本报告仅针对相关人员，非相关人员不得对其采取行动或依赖该报告。本报告所涉及的任何投资或投资活动仅对相关人员开放，并且仅与相关人员进行。

如本免责条款的中、英文两个版本有任何抵触或不相符之处，须以英文版本为准。

© 招商证券（香港）有限公司 版权所有

香港

招商证券（香港）有限公司
香港中环交易广场一期 48 楼
电话：+852 3189 6888
传真：+852 3101 0828