

公司报告

招商证券（香港）有限公司
证券研究部

Netflix (NFLX US)

二季度业绩超预期，上调全年营收指引，下半年内容阵容强劲

■ 二季度业绩超预期，营收持续强劲增长，利润率扩大，营业利润高出预期约 3%。公司将全年营收预期上调约 2.2%（以中值计算），受益于汇率利好

■ 价格上涨持续带来连锁效益，包括在上半年对美国、英国、阿根廷、葡萄牙和法国等市场进行提价，下半年则有强劲的内容阵容推动业绩表现

■ 增持：目标价上调至 1,423 美元。奈飞具备防御型增长特征，因其价格较低且拥有庞大的潜在市场，同时积极布局直播活动和传统有线电视内容，持续扩大观众份额

二季度表现强劲，持续的内容优势赋予其定价能力

二季度营收 111 亿美元，同比增长 16%（一季度同比增长 13%），部分增长来自价格上涨和汇率利好。公司将 25 年全年营收指引从此前的 435–445 亿美元上调至 448–452 亿美元，并指出汇率利好是上调的原因之一。美国和加拿大（UCAN）以及欧洲、中东和非洲（EMEA）仍是关键的营收增量贡献地区，其中 UCAN 在一季度同比增长放缓至 9% 后，在二季度恢复至 15%。亚太地区（APAC）继续保持最快的增长趋势，同比增长 24%，其次是 EMEA，同比增长 18%。净利润为 31.3 亿美元，同比增长 46%（一季度为同比增长 24%），高出市场预期 2%。运营利润率同比提升 6.8 个百分点，达到新高 34.1%（一季度为 31.7%）。自由现金流为 23 亿美元，按过去 12 个月计算同比增长 25%。25 年三季度的营收和利润指引均高于市场预期：营收预计为 115.26 亿美元，同比增长 17%（高出预期 2%），运营利润率为 31.5%，净利润预计为 29.79 亿美元（高出预期 4%）。

下半年强劲内容将推动用户参与度和增长

奈飞指出，尽管推出了付费共享政策并面临日益激烈的竞争，过去两年半每户账户的标准参与度仍保持稳定。管理层对下半年用户参与度的提升持积极态度，认为强劲的内容阵容将成为关键驱动因素，包括《鱿鱼游戏》第三季、《星期三》第二季、《怪奇物语》第五季等热门作品，有望维持订阅增长动能。此外，直播内容和本地语言原创作品也将进一步增强用户吸引力。关于生成式人工智能：管理层表示，奈飞首次在原作品中使用生成式 AI 制作视觉特效场景——例如在阿根廷科幻剧《永恒者》（El Eternauta）中模拟建筑坍塌。该场景的制作速度提升了 10 倍，成本仅为传统方式的一小部分，帮助公司在有限预算下实现高质量特效，展示了 AI 在提升创意方面的潜力，而不仅仅是降低成本。

防御型长期增长趋势将持续，利润率的进一步扩张

我们认为奈飞具备防御型增长特征，提供低价娱乐服务，拥有广阔的潜在市场。我们上调了盈利预测，并将 DCF 目标价略微上调至 1,423 美元，对应 25/26 年市盈率为 51 倍/43 倍，市销率为 14 倍/12 倍。我们乐观情景中奈飞长期股价可达到 2,000 美元，该预期受 13% 的营收年复合增长率和持续的运营利润率扩张支持，与管理层的战略愿景一致（图 12）。奈飞目前 25 财年预估 PEG 为 1.6 倍（基于 24–26 年盈利 CAGR），而美国主要科技股的中位数 PEG 为 2.2 倍。关键风险：1) 宏观环境；2) 行业竞争；3) 监管政策；4) 劳资纠纷。

盈利预测及估值

百万美元	2023	2024	2025E	2026	2027
收入	33,723	39,001	45,127	50,143	55,468
同比增速	7%	16%	16%	11%	11%
毛利润	14,008	17,963	22,159	25,295	28,537
经营利润	6,954	10,418	13,897	16,196	18,572
净利润	5,408	8,712	11,729	14,011	15,927
非 GAAP 净利润	6,259	9,479	12,031	14,418	16,377
同比增速	12%	51%	27%	20%	14%
非 GAAP 每股盈利（美元）	13.9	21.6	27.7	33.5	38.4
市销率（倍）	16.1	13.9	12.0	10.8	9.8
市盈率（倍）*	86.6	57.2	45.1	37.6	33.1
ROE（%）	26.1	38.4	44.1	45.2	43.7

注：截至 2025 年 7 月 17 日的收盘价；资料来源：彭博、公司数据、招商证券（香港）预测；*基于非 GAAP 净利润

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

25 年二季度业绩；盈利和目标价调整

增持

前次评级	增持
股价（2025 年 7 月 17 日）	1,274 美元
12 个月目标价 (上涨/下跌空间)	1,423 美元 (+12%)
前次目标价	1,410 美元

股价表现



%	1m	6m	12m
NFLX US	2.4	45.7	93.1
NASDAQ	3.6	13.7	42.5

行业：TMT

NASDAQ（2025 年 7 月 17 日）20,886

重要数据

52 周股价区间（美元）	587 – 1423
美股市值（十亿美元）	542.3
日均成交量美股（百万股）	3.6

主要股东

Hastings Wilmot	0.5%
其他股东	0.2%
自由流通量	99.3%

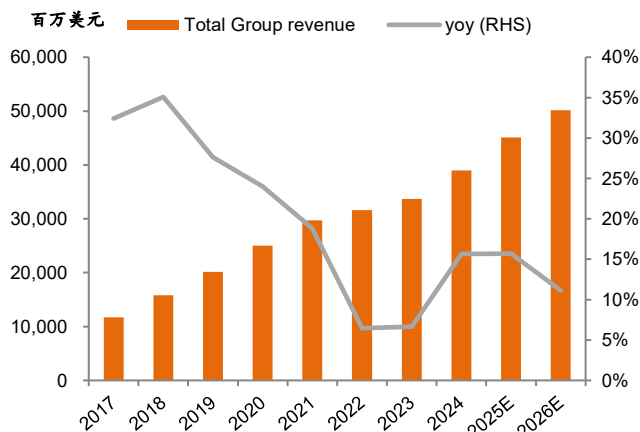
资料来源：彭博、招商证券（香港）

相关报告

- Netflix (NFLX US) - Exceptional 1Q beat thanks to price hikes (BUY) (Apr. 18, 2025)
- Netflix (NFLX US) - Exceptional 4Q with new subscription price hikes (BUY) (Jan 22, 2025)
- Netflix (NFLX US) - Tyson fight shows extra momentum from live (BUY) (Nov. 20, 2024)

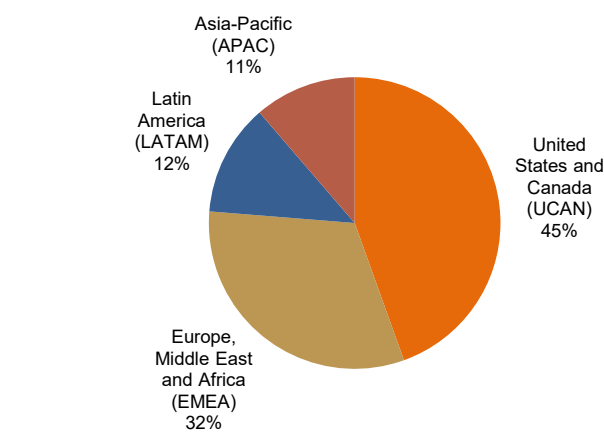
重点图表

图1：集团收入表现



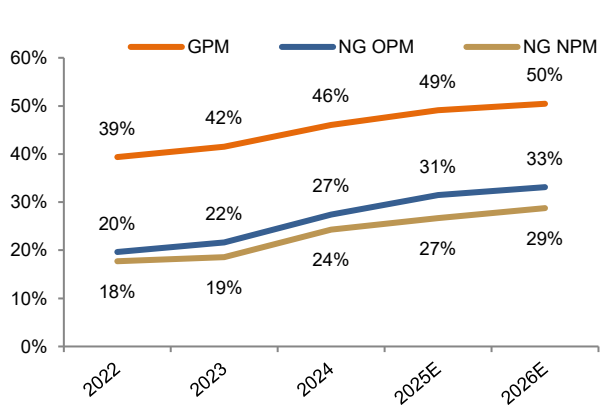
资料来源：公司数据、招商证券（香港）

图2：24财年集团分地区收入



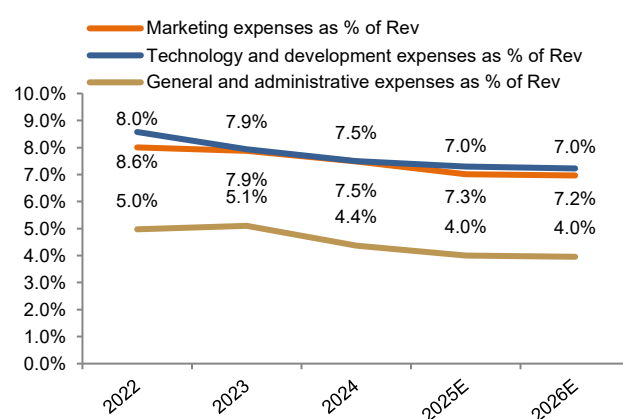
资料来源：公司数据、招商证券（香港）

图3：非GAAP利润率



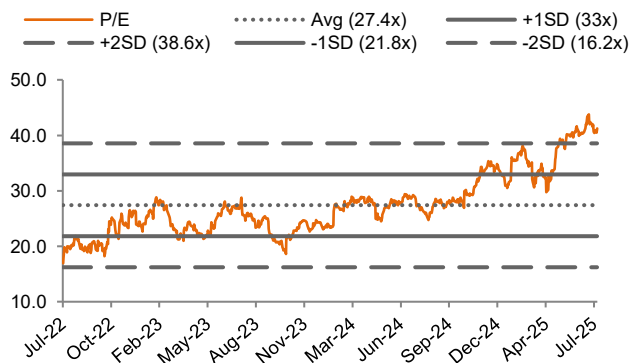
资料来源：公司数据、招商证券（香港）

图4：经营费率



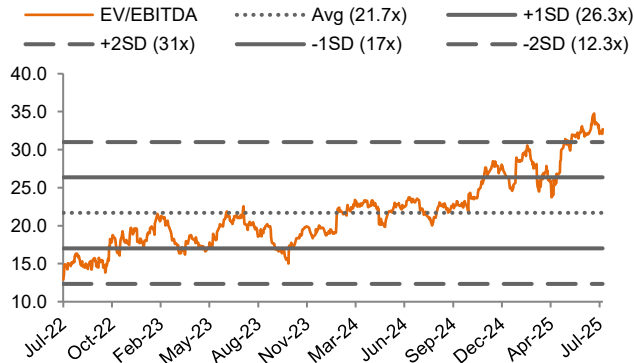
资料来源：公司数据、招商证券（香港）

图5：历史市盈率区间



资料来源：公司数据、彭博、招商证券（香港）预测

图6：历史EV/EBITDA区间



资料来源：公司数据、彭博、招商证券（香港）预测

图 7: Netflix 25 年二季度业绩表现

百万美元	2Q24	1Q25	2Q25	1Q25 yoy	2Q25 yoy	1Q25 qoq	2Q25 qoq	实际数据与招商证券 预测对比		实际数据与彭博一 致预测对比	
								2Q25	%差异	2Q25	%差异
净营业额	9,559	10,543	11,079	13%	16%	3%	5%	11,050	0.3%	11,057	0.2%
营业成本	-5,174	-5,263	-5,325	6%	3%	-9%	1%	-5,514	3%		
毛利润	4,385	5,280	5,754	20%	31%	18%	9%	5,536	4%	5,582	3%
经营利润	2,603	3,347	3,775	27%	45%	47%	13%	3,669	3%	3,676	3%
调整后经营利润	2,672	3,419	3,856	26%	44%	46%	13%	3,748	3%		
税前收入	2,514	3,214	3,632	23%	44%	51%	13%	3,541	3%		
税费	-367	-323	-506	15%	38%	22%	57%	-460	-10%		
报告净利润	2,147	2,890	3,125	24%	46%	55%	8%	3,081	1%	3,070	2%
非 GAAP 净利润	2,355	2,962	3,206	18%	36%	44%	8%	3,160	1%		
总现金	6,656	8,371	8,391								
总负债	13,980	15,017	14,453								
净现金 (负债)	-7,324	-6,646	-6,063								
净现金 (负债) /权益	-33%	-28%	-24%								
利润率 (%)											
毛利率	45.9	50.1	51.9	3.2pp	6.1pp	6.4pp	1.9pp	50.1	1.8pp	50.5	1.4pp
经营利润率	27.2	31.7	34.1	3.7pp	6.8pp	9.6pp	2.3pp	33.2	0.9pp	33.2	0.8pp
归母净利润率	22.5	27.4	28.2	2.5pp	5.7pp	9.2pp	0.8pp	27.9	0.3pp	27.8	0.4pp

资料来源: 公司数据、彭博、招商证券 (香港) 预测

图 8: Netflix 盈利预测调整

百万美元	调整后		调整前		变动*	
	FY25E	FY26E	FY25E	FY26E	FY25E	FY26E
收入	45,127	50,143	44,052	48,850	2.4%	2.6%
毛利润	22,159	25,295	21,542	24,178	2.9%	4.6%
经营利润	13,897	16,196	13,694	15,517	1.5%	4.4%
非 GAAP EBITDA 利润	14,524	16,940	14,312	16,218	1.5%	4.5%
归母净利润	11,729	14,011	11,587	13,421	1.2%	4.4%
主要经营数据和利润率 (%)						
毛利率	49.1	50.4	48.9	49.5	0.2ppt	1.0ppt
经营利润	30.8	32.3	31.1	31.8	-0.3ppt	0.5ppt
归母净利润	26.0	27.9	26.3	27.5	-0.3ppt	0.5ppt
非 GAAP EBITDA 利润率	32.2	33.8	32.5	33.2	-0.3ppt	0.6ppt

资料来源: 公司数据、彭博、招商证券 (香港) 预测; *正负号表示预测上修/下修

图9: 利润及利润率预测

百万美元	2024	2025E	2026E	2027E	4Q24	1Q25	2Q25E	3Q25E	4Q25E	1Q26E
总收入	39,001	45,127	50,143	55,468	10,247	10,543	11,079	11,583	11,921	11,854
同比增速	16%	16%	11%	11%	16%	13%	16%	18%	16%	12%
毛利润	17,963	22,159	25,295	28,537	4,479	5,280	5,754	5,676	5,450	6,055
同比增速	28%	23%	14%	13%	27%	20%	31%	21%	22%	15%
报告经营利润	10,418	13,897	16,196	18,572	2,273	3,347	3,775	3,591	3,185	3,904
同比增速	50%	33%	17%	15%	52%	27%	45%	23%	40%	17%
非 GAAP 经营利润	10,690	14,200	16,603	19,021	2,335	3,419	3,856	3,668	3,257	4,022
同比增速	47%	33%	17%	15%	48%	26%	44%	23%	39%	18%
报告净利润	8,712	11,729	14,011	15,927	1,869	2,890	3,125	3,037	2,676	3,396
同比增速	61%	35%	19%	14%	99%	24%	46%	28%	43%	18%
非 GAAP 净利润	9,479	12,031	14,418	16,377	2,061	2,962	3,206	3,114	2,748	3,515
同比增速	51%	27%	20%	14%	75%	18%	36%	22%	33%	19%
利润率										
毛利率	46.1%	49.1%	50.4%	51.4%	43.7%	50.1%	51.9%	49.0%	45.7%	51.1%
报告经营利润率	26.7%	30.8%	32.3%	33.5%	22.2%	31.7%	34.1%	31.0%	26.7%	32.9%
非 GAAP 经营利润率	27.4%	31.5%	33.1%	34.3%	22.8%	32.4%	34.8%	31.7%	27.3%	33.9%
报告净利润率	22.3%	26.0%	27.9%	28.7%	18.2%	27.4%	28.2%	26.2%	22.5%	28.7%
非 GAAP 净利润率	24.3%	26.7%	28.8%	29.5%	20.1%	28.1%	28.9%	26.9%	23.1%	29.7%

资料来源: 公司数据、招商证券 (香港) 预测

图10: 招商证券预测与彭博一致预测对比

百万美元	招商证券预测			彭博一致预测			差异		
	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
收入	45,127	50,143	55,468	44,536	50,132	55,931	1%	0%	-1%
毛利	22,159	25,295	28,537	21,602	25,131	29,177	3%	1%	-2%
经营利润	13,897	16,196	18,572	13,193	16,021	19,295	5%	1%	-4%
经调整 EBITDA	14,524	16,940	19,372	13,860	16,764	20,089	5%	1%	-4%
净利润	11,729	14,011	15,927	11,078	13,395	16,139	6%	5%	-1%
非 GAAP 净利润	12,031	14,418	16,377	11,257	13,396	15,781	7%	8%	4%
利润率 (%)									
毛利率	49.1	50.4	51.4	49	50	52	0.6 ppt	0.3 ppt	-0.7 ppt
经营利润率	30.8	32.3	33.5	30	32	34	1.2 ppt	0.3 ppt	-1 ppt
经调整 EBITDA	32.2	33.8	34.9	31	33	36	1.1 ppt	0.3 ppt	-1 ppt
非 GAAP 净利润率	26.0	27.9	28.7	25	27	29	1.1 ppt	1.2 ppt	-0.1 ppt

资料来源: 公司数据、彭博、招商证券 (香港) 预测; 数据截至25年7月17日

图 11: Netflix 折现现金流估值

百万美元	2024	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E
收入	39,001	45,127	50,143	55,468	61,359	67,495	74,244	80,926	87,401	93,519	98,195
同比增速	16%	16%	11%	11%	11%	10%	10%	9%	8%	7%	5%
EBIT	10,418	13,897	16,196	19,414	22,089	25,648	29,698	33,180	36,708	40,213	43,206
减: 现金税费	-1311	-1744	-2185	-2,813	-3,422	-4,230	-5,195	-6,136	-6,788	-7,436	-7,990
NOPAT	9,107	12,153	14,011	16,600	18,667	21,418	24,503	27,044	29,920	32,777	35,216
加: 折旧与摊销	15,630	15,849	16,673	19,022	21,278	23,448	25,544	27,563	29,502	31,357	33,107
加: 股权激励	273	302	407	436	468	499	533	563	590	613	624
减: 经营资金变动	-22	-67	-25	-277	-307	-337	-371	-405	-437	-468	-491
减: 资本支出	-17,442	-18,399	-19,396	-20,082	-20,793	-21,486	-22,202	-22,869	-23,478	-24,026	-24,427
无杠杆自由现金流	7,545	9,839	11,670	15,699	19,314	23,542	28,006	31,897	36,097	40,253	44,029
同比增长		30%	19%	35%	23%	22%	19%	14%	13%	12%	9%
自由现金流折现终值		9,072	9,921	12,306	13,960	15,689	17,209	18,072	18,858	19,389	19,555
											1,027,918

WACC	
无风险利率	3.0%
Beta	1.15
股权风险溢价	5.0%
权益成本	8.8%
债务成本	4.4%
债务占比	6%
有效税率	13%
WACC	8.5%

每股权益价值 (百万美元)	
永续增长率	4%
自由现金流现值	154,033
终值现值	456,536
企业价值	610,569
2024 年净现金 (负债)	-5,999
权益价值	616,568
流通股数 (百万)	433
每股价值	1,423

现金流折现敏感性测试						
WACC		永续增长率				
		3.0%	3.5%	4.0%	4.5%	5.0%
	6.0%	1,512	1,736	2,072	2,631	n.a.
	7.0%	1,077	1,177	1,311	1,498	1,779
	8.5%	748	789	1,423	900	979
	9.0%	670	700	736	780	835
	10.0%	563	581	602	627	658

现金流折现敏感性测试 - 对应 25 年 EV/EBITDA						
WACC		永续增长率				
		3.0%	3.5%	4.0%	4.5%	5.0%
	6.0%	22	25	30	38	n.a.
	7.0%	15	17	19	22	26
	8.5%	11	11	21	13	14
	9.0%	10	10	11	11	12
	10.0%	8	8	9	9	9

目标价对应估值倍数	2024	2025E	2026E	2027E
市盈率 (倍)*	65	51	43	38
市销率 (倍)	16	14	12	11
P/FCF (倍)	82	63	53	39
EV/EBITDA (倍)	23	21	19	16

资料来源: 公司数据、招商证券 (香港) 预测; *基于非GAAP净利润计算

管理层长期愿景：据媒体报道，奈飞高层管理团队计划通过一项重大增长战略，在 2030 年前实现 1 万亿美元市值。该战略目标包括将年营收从 2024 年的 390 亿美元提升至约 800 亿美元（增长约 2 倍），并将运营利润从 104 亿美元提升至 300 亿美元（增长约 3 倍）。实现路径包括：1) 全球订阅用户数：从 2024 年第四季度的 3 亿 增长至 4 亿，主要来自国际市场，尤其是印度和巴西等大型国家；2) 广告营收增长：预计从 eMarketer 估算的 21.2 亿美元 增长近 4 倍至 90 亿美元，受益于内容供给的持续增强。该计划明确了两个核心方向：营收增长仍主要来自订阅业务，其中每用户平均收入 (ARPPU) 将成为主要驱动因素；利润率扩张承诺明确，运营利润率预计将从 2024 年的 27% 提升至 2030 年的 37.5%。

图12: Netflix长期目标：实现1万亿美元市值并将用户数增加3倍

	2024	过去 6 年 18-24 CAGR	管理层 2030 年目标	未来 6 年 24-30E CAGR	人口 (不包 括中国)	渗透率%
订阅人数, 百万						
美国、加拿大和 EMEA 地区	191	11%	228	3%	2,500	9%
拉丁美洲&亚太地区	111	20%	172	8%	3,300	5%
合计	301.6	14%	400	5%	5,800	7%
美元 百万						
营收	39,001	16%	80,000	13%		
订阅	36,881	15%	71,000	12%		
广告	2,120	NA	9,000	27%		
隐含 ARPPU 增长		2%		8%		
贡献率						
订阅	60%		83%			
广告	40%		17%			
占比%						
订阅	95%		89%			
广告	5%		11%			
营业利润	10,418	37%	30,000	19%		
营业利润率	27%		38%			
扣除调整后税费的营业利润 (假设 15% 的税率)	8,712	39%	25,500	20%		
市值			1,000,000			
倍数			39			
股价			2,274			
最新股价			980			
增长空间%			232%			

资料来源: WSJ (April 2025), 公司数据、招商证券 (香港) 预测(即美国、加拿大、EMEA地区的年复合增长率, 以及税率假设)

估值对比

公司名称	股票代码	货币	招商 证券 评级	股价 (本 币)	市值 (十亿美 元)	EV/EBITDA		非 GAAP 市盈率(倍)		市销率(倍)		收入	EBITDA	非	ROAE	ROAA	净债务/	EV/EBITDA- to-G	PEG
						2025	2026	2025	2026	2025	2026	CAGR	CAGR	净利润 CAGR			市债		
美国科技公司																			
Amazon	AMZN	美元	增持	225	2,344	16	13	35	30	3.5	3.2	9%	14%	16%	22%	11%	-1%	1.0	2.0
Google	GOOGL	美元	增持	180	2,246	13	11	19	18	5.8	5.1	11%	14%	11%	35%	26%	-24%	0.9	1.7
Meta	META	美元	增持	718	1,745	16	14	27	24	9.6	8.4	14%	13%	8%	34%	23%	-14%	1.2	3.2
Microsoft	MSFT	美元	未评级	503	3,802	22	20	31	26	12.8	11.2	14%	16%	17%	32%	18%	-15%	1.3	1.7
Oracle	ORCL	美元	未评级	231	718	25	20	38	32	11.5	9.8	15%	19%	15%	95%	11%	426%	1.2	2.4
Apple	AAPL	美元	未评级	211	3,153	23	21	29	27	7.6	7.0	5%	5%	9%	177%	30%	49%	4.4	3.1
Tesla	TSLA	美元	增持	314	1,065	83	58	208	117	12.0	10.0	8%	8%	11%	8%	5%	-41%	8.6	14.4
Salesforce	CRM	美元	未评级	258	249	14	13	23	20	6.1	5.6	9%	9%	12%	17%	10%	-16%	1.4	1.9
均值						19	17	30	27	8.6	7.7	10%	13%	11%	33%	15%	-14%	1.3	2.2
零工和流媒体公司																			
DoorDash	DASH	美元	增持	240	98	35	26	44	32	8.1	6.8	20%	38%	46%	24%	15%	-76%	0.8	0.8
Uber	UBER	美元	增持	95	187	23	18	23	19	3.8	3.3	15%	30%	35%	27%	12%	1%	0.7	0.6
Lyft	LYFT	美元	增持	15	6	10	8	16	13	1.0	0.9	12%	31%	14%	32%	5%	-139%	0.3	1.0
Meituan	3690 HK	港元	增持	119	89	12	9	18	13	1.8	1.6	14%	14%	11%	20%	11%	-79%	0.7	1.4
Grab	Grab US	美元	未评级	5	21	35	22	147	59	6.4	5.5	19%	50%	NA	2%	2%	-86%	0.6	NA
Duolingo	DUOL	美元	增持	371	16	57	40	111	72	17.9	14.3	30%	43%	60%	32%	20%	-120%	1.1	1.5
Roblox	RBLX	美元	增持	106	85	72	52	-94	-144	15.7	13.4	22%	35%	NA	-223%	-6%	-883%	1.8	NA
Netflix	NFLX	美元	增持	1,274	543	38	31	45	38	12.0	10.8	14%	26%	27%	43%	21%	14%	1.3	1.6
Spotify	SPOT	美元	增持	709	144	45	33	75	48	7.3	6.4	15%	41%	52%	24%	12%	-129%	1.0	1.2
Disney	DIS	美元	未评级	120	217	12	11	21	20	2.3	2.1	5%	13%	32%	10%	5%	34%	0.9	0.6
Warner Music	WMG	美元	未评级	30	16	14	13	27	23	2.5	2.4	3%	5%	22%	78%	7%	536%	2.7	1.1
均值						35	22	27	23	6.4	5.5	15%	31%	32%	24%	11%	-79%	0.9	1.1

注：股价采用 2025 年 7 月 17 日（所有市场）；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

财务预测表

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	8,383	8,849	11,306
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	12,789	13,700	15,935
内容资产	31,658	32,452	35,066	37,862	40,359
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	49,285
总资产	48,732	53,630	56,192	60,166	65,219
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	1,805	2,006	2,219
应收账款, 费用	2,551	3,056	3,075	3,150	3,234
流动负债	8,861	10,755	10,968	11,173	11,416
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	27,719	26,682	25,808
总权益	20,588	24,744	28,473	33,484	39,411
净债务	-7,405	-5,999	-4,752	-2,439	1,058
净现金/(债务)*	-36%	-24%	-17%	-7%	3%

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	11,729	14,011	15,927
新增内容资产	-13,140	-17,003	-18,000	-19,000	-20,000
折旧摊销	14,554	15,630	15,849	16,673	17,951
运营资本变化	452	22	67	25	30
经营活动净现金	7,274	7,361	9,645	11,709	13,908
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	578	466	2,457
期初现金	5,171	7,119	7,807	8,385	8,852
期末现金	7,119	7,807	8,385	8,852	11,309
自由现金流	6,926	6,922	9,247	11,314	13,497

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	45,127	50,143	55,468
销售成本	-19,715	-21,038	-22,967	-24,847	-26,932
毛利	14,008	17,963	22,159	25,295	28,537
销售费用	-2,658	-2,918	-3,166	-3,493	-3,825
技术开发费用	-2,676	-2,925	-3,293	-3,623	-3,968
一般管理费用	-1,720	-1,702	-1,803	-1,983	-2,172
报告经营利润	6,954	10,418	13,897	16,196	18,572
非 GAAP 经营利润	7,293	10,690	14,200	16,603	19,021
非 EBITDA 利润	7,650	11,019	14,524	16,940	19,372
利息费用	700	719	625	0	0
利息收入及其他	-49	267	141	0	0
税前净利润	6,205	9,966	13,413	16,196	18,572
税费	-797	-1,254	-1,683	-2,185	-2,644
报告净利润	5,408	8,712	11,729	14,011	15,927
非 GAAP 净利润	6,259	9,479	12,031	14,418	16,377
非 GAAP 每股盈利(美元)	13.9	21.6	27.7	33.5	38.4

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
	12.31	12.31	12.31	12.31	12.31
同比增长率(%)					
收入	6.7	15.6	15.7	11.1	10.6
毛利	12.5	28.2	23.4	14.2	12.8
报告经营利润	23.5	49.8	33.4	16.5	14.7
报告净利润	20.4	61.1	34.6	19.5	13.7
非 GAAP 经营利润	17.5	46.6	32.8	16.9	14.6
非 GAAP 净利润	11.8	51.4	26.9	19.8	13.6
获利能力 (%)					
毛利	41.5	46.1	49.1	50.4	51.4
非 GAAP 经营利润	21.6	27.4	31.5	33.1	34.3
报告净利润	16.0	22.3	26.0	27.9	28.7
非 GAAP 净利润	18.6	24.3	26.7	28.8	29.5
ROE	26.1	38.4	44.1	45.2	43.7

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