

公司報告

招商證券(香港)有限公司
證券研究部

Alphabet (GOOGL US)

廣告與云服務雙輪驅動二季度業績強勁增長

- 二季度業績超預期，廣告收入增速加快，AI聊天機器人競爭並未帶來明顯衝擊；付費點擊量同比回升，較一季度有所改善
- Google Cloud營收同比增長32%，管理層指出AI功能使用強勁，並將全年資本開支指引由750億美元上调至850億美元
- 增持：廣告業務韌性強于預期，Google Cloud (GCP)、Waymo與Youtube保持強勁勢能

二季度業績：廣告業務在AI聊天競爭下依然強勁，云業務增速加快

二季度合併淨收入達817億美元，同比增長15%（一季度同比+13%），主要由廣告收入（同比10%）、云服務（同比+32%，一季度為28%）以及訂閱收入（主要受Youtube帶動，同比增長20%）的強勁增長所推動。經營利潤為313億美元，同比增長14%（一季度同比20%），高出預期1%，帶動淨利潤亦超預期。毛利率、經營利潤率同比變動+1.2%、-0.2個百分點，營業利潤率受益於規模效應和匯率，但同時受限於AI資本開支上升導致折舊費用增加的影響。自由現金流為53億美元，較之前水平大幅下滑，主因資本開支由170億美元增至220億美元。管理層表示，折舊持續上升將繼續對經營利潤率構成壓力。Google仍堅定推進AI發展戰略，並將25年資本開支目標從750億美元上调至850億美元，其中三分之二將投入服務器，三分之一將用于數據中心與網絡設備。我們認為，云業務收入的強勁增長仍是其高資本支出最有力的支撐。

AI戰局持續升溫，競爭對手紛紛推出AI瀏覽器

Perplexity AI已推出Comet AI瀏覽器，OpenAI也即將發布AI瀏覽器產品，市場競爭日趨激烈，我們認為這將削弱美國司法部對Google壟斷行指控的合理性。隨著Google通過AI Overview與AI模式持續將人工智能深度整合至其搜索與瀏覽器產品，傳統的瀏覽器與搜索體驗正經歷顯著轉型。同時，新一輪瀏覽器競爭興起，主要參與者包括Perplexity、OpenAI、Chrome與Bing。網頁瀏覽器在廣告變現中具有重要作用，因為它是用戶接入數字內容、發現產品與廣告互動的主要入口，從而實現準確投放。我們認為，Google生態系統仍具有穩固基礎。公司正積極在技術棧各層面參與AI競爭。鑑於Google Search仍占全球超過90%的搜索查詢，且其活躍用戶規模已达30億，取代Google極為困難與耗時。龐大的用戶基礎與領先的AI能力是Google應對新興競爭者的最佳防線。儘管面臨貿易戰等宏觀不確定性以及AI聊天機器人的威脅，二季度廣告收入強勁增長，付費點擊同比提升4%（一季度為2%），顯示出Google廣告業務的競爭優勢較市場預期更加可持續。

估值具吸引力，AI聊天機器人真正形成威脅尚需時日

在美股科技巨頭中，Google的估值處於最低水平（即21-38倍市盈率），考慮到廣告業務穩定，云業務高速增長，以及Waymo與Youtube等技術資產尚未被市場充分定價，我們認為其風險回報具備吸引力。我們預計2024-27財年收入/經營利潤的複合增長率分別為12%/13%。DCF目標價維持225美元不變，對應FY25/26年非GAAP市盈率為19/18倍。主要風險：1)宏觀經濟；2)行業競爭；3)監管風險；4)勞資糾紛。

盈利預測及估值

| 百萬美元 | 2023 | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E |
|---------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 收入* | 256,508 | 295,118 | 333,773 | 372,800 | 414,228 |
| 同比增速 | 10% | 15% | 13% | 12% | 11% |
| 經營利潤 | 84,293 | 112,360 | 128,430 | 143,696 | 161,904 |
| 同比增速 | 13% | 33% | 14% | 12% | 13% |
| 淨利潤 | 73,795 | 100,118 | 118,855 | 120,575 | 135,725 |
| 非GAAP淨利潤 | 96,255 | 122,903 | 142,658 | 146,671 | 164,721 |
| 非GAAP每股盈利(美元) | 7.57 | 9.89 | 11.76 | 12.37 | 14.06 |
| 市銷率(倍) | 9 | 8 | 7 | 6 | 6 |
| 市盈率(倍) | 24 | 19 | 16 | 16 | 14 |
| ROE(%) | 36 | 40 | 40 | 35 | 31 |

注：截至2025年7月23日的收盤價；資料來源：彭博、公司數據、招商證券(香港)預測

*除另有說明外，報告所述的所有收入均為淨收入（不含流量獲取成本）

王騰杰

+852 3189 6634

tommywong@cmschina.com.hk

李怡珊, CFA

+852 3189 6122

crystalli@cmschina.com.hk

最新變動

25年二季度業績

增持

前次評級

增持

股價(2025年7月23日)

192美元

12個月目標價
(上漲/下跌空間)

225美元(+17%)

前次目標價

225美元

股價表現



資料來源：彭博

| % | 1m | 3m | 12m |
|----------|------|------|------|
| GOOGL US | 11.5 | 19.6 | 10.7 |
| NASDAQ | 0.3 | 18.5 | 43.0 |

行業：TMT

納斯達克指數(2025年7月23日) 21,020

重要數據

| | |
|-----------------|-----------|
| 52周股價區間(美元) | 143 - 209 |
| 美股市值(十億美元) | 1,980 |
| 日均成交量美股/港股(百萬股) | 26.5 |

主要股東

| | |
|-------------|-------|
| Larry Page | 3.1% |
| Sergey Brin | 2.9% |
| 其他股東 | 0.7% |
| 自由流通量 | 93.3% |

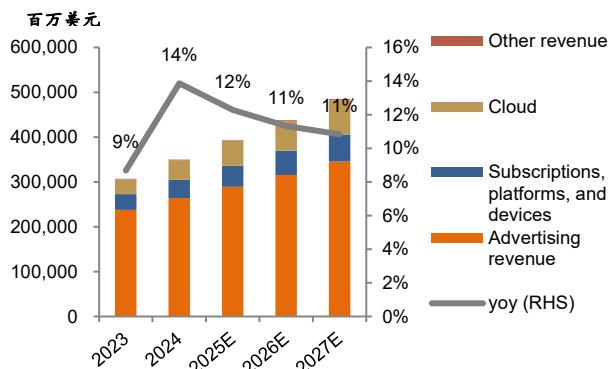
資料來源：彭博、招商證券(香港)

相關報告

- 美國科技行業 - AI技術加速落地，抵消关税忧虑（推荐）(2025/6/11)
- Alphabet (GOOGL US) - 一季度强劲业绩缓解对AI聊天机器人竞争的担忧（增持）(2025/4/29)
- Alphabet (GOOGL US) - 前沿人工智能技术创新平台（增持）(2025/2/7)

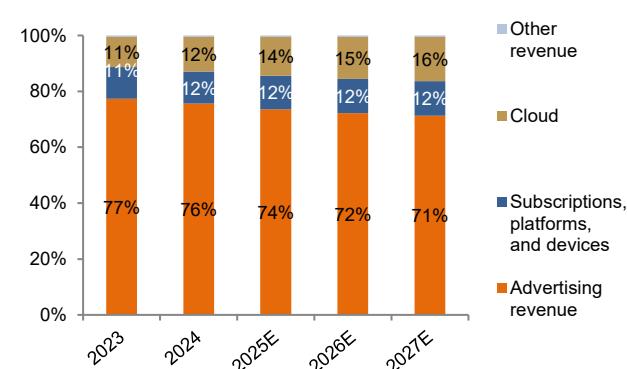
重点图表

图1: 集团收入表现



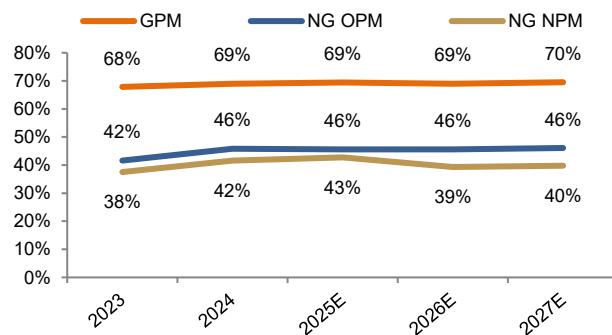
资料来源: 公司数据、招商证券(香港)预测

图2: 集团按业务板块划分的收入



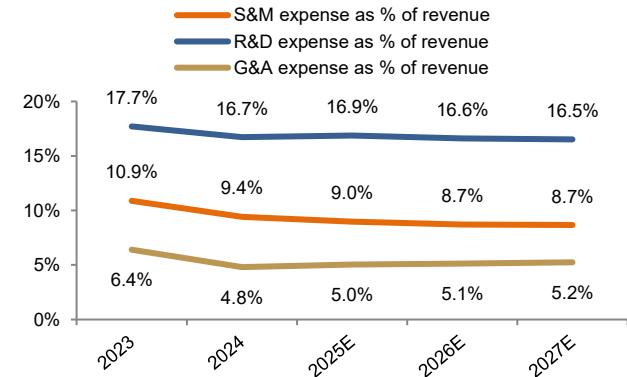
资料来源: 公司数据、招商证券(香港)

图3: 非GAAP利润率



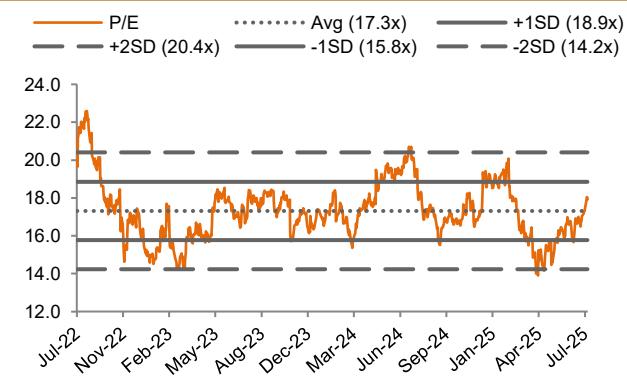
资料来源: 公司数据、招商证券(香港)预测

图4: 经营费率占收入占比



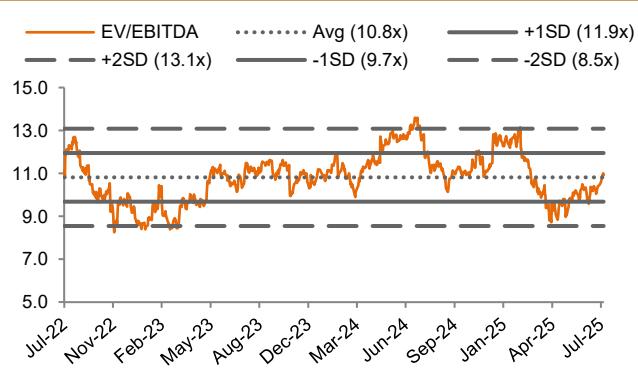
资料来源: 公司数据、招商证券(香港)预测

图5: 市盈率区间, 低于3年平均值1个标准差



资料来源: 公司数据、彭博、招商证券(香港)预测

图6: EV/EBITDA区间, 低于3年平均值1个标准差



资料来源: 公司数据、彭博、招商证券(香港)预测

图7: Google 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 |
| 收入 | 71,355 | 76,486 | 81,723 | 13% | 15% | -6% | 7% | 80,244 | 2% | 79,710 | 3% |
| 广告收入 | 64,616 | 66,885 | 71,340 | 8% | 10% | -8% | 7% | 70,506 | 1% | 69,615 | 2% |
| 订阅、平台及设备收入 | 9,312 | 10,379 | 11,203 | 19% | 20% | -11% | 8% | 10,709 | 5% | 10,718 | 5% |
| 云收入 | 10,347 | 12,260 | 13,624 | 28% | 32% | 3% | 11% | 12,934 | 5% | 13,111 | 4% |
| 毛利润 | 49,235 | 53,873 | 57,389 | 15% | 17% | -3% | 7% | 54,900 | 5% | 55,047 | 4% |
| 经营收入 | 27,425 | 30,606 | 31,271 | 20% | 14% | -1% | 2% | 30,294 | 3% | 31,011 | 1% |
| 非 GAAP 经营利润 | 33,290 | 36,122 | 37,269 | 18% | 12% | -2% | 3% | 35,911 | 4% | | |
| 报告净利润 | 23,619 | 34,540 | 28,196 | 46% | 19% | 30% | -18% | 27,354 | 3% | 26,571 | 6% |
| 非 GAAP 净利润 | 29,484 | 40,056 | 34,194 | 38% | 16% | 24% | -15% | 32,971 | 4% | | |
| 利润率 (%) | | | | | | | | | | | |
| 毛利率 | 69.0 | 70.4 | 70.2 | 1.2pp | 1.2pp | 2.0pp | -0.2pp | 68.4 | 1.8pp | 69.1 | 1.2pp |
| 经营利润率 | 38.4 | 40.0 | 38.3 | 2.3pp | -0.2pp | 2.1pp | -1.8pp | 38.1 | 0.2pp | 38.9 | -0.6pp |
| 净利润率 | 46.7 | 47.2 | 45.6 | 1.8pp | -1.1pp | 2.2pp | -1.6pp | 45.2 | 0.4pp | | |
| 净现金(负债) | 33.1 | 45.2 | 34.5 | 10.2pp | 1.4pp | 10.5pp | -10.7pp | 32.5 | 2.0pp | 33.3 | 1.2pp |
| 净现金(负债)/权益 | 41.3 | 52.4 | 41.8 | 9.6pp | 0.5pp | 12.7pp | -10.5pp | 39.7 | 2.2pp | | |

资料来源: 公司数据、彭博、招商证券(香港)预测

图8: 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 | 333,773 | 372,800 | 332,375 | 371,721 | 0.4% | 0.3% |
| 毛利润 | 231,533 | 257,291 | 229,099 | 256,546 | 1.1% | 0.3% |
| 经营利润 | 128,430 | 143,696 | 127,484 | 144,478 | 0.7% | -0.5% |
| 归母净利润 | 118,855 | 120,575 | 116,843 | 122,975 | 1.7% | -2.0% |
| 主要经营数据和利润率 (%) | | | | | | |
| 毛利率 | 69.4 | 69.0 | 68.9 | 69.0 | 0.4ppt | 0.0ppt |
| 经营利润 | 38.5 | 38.5 | 38.4 | 38.9 | 0.1ppt | -0.3ppt |
| 非 GAAP EBITDA 利润率 | 35.6 | 32.3 | 35.2 | 33.1 | 0.5ppt | -0.7ppt |

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

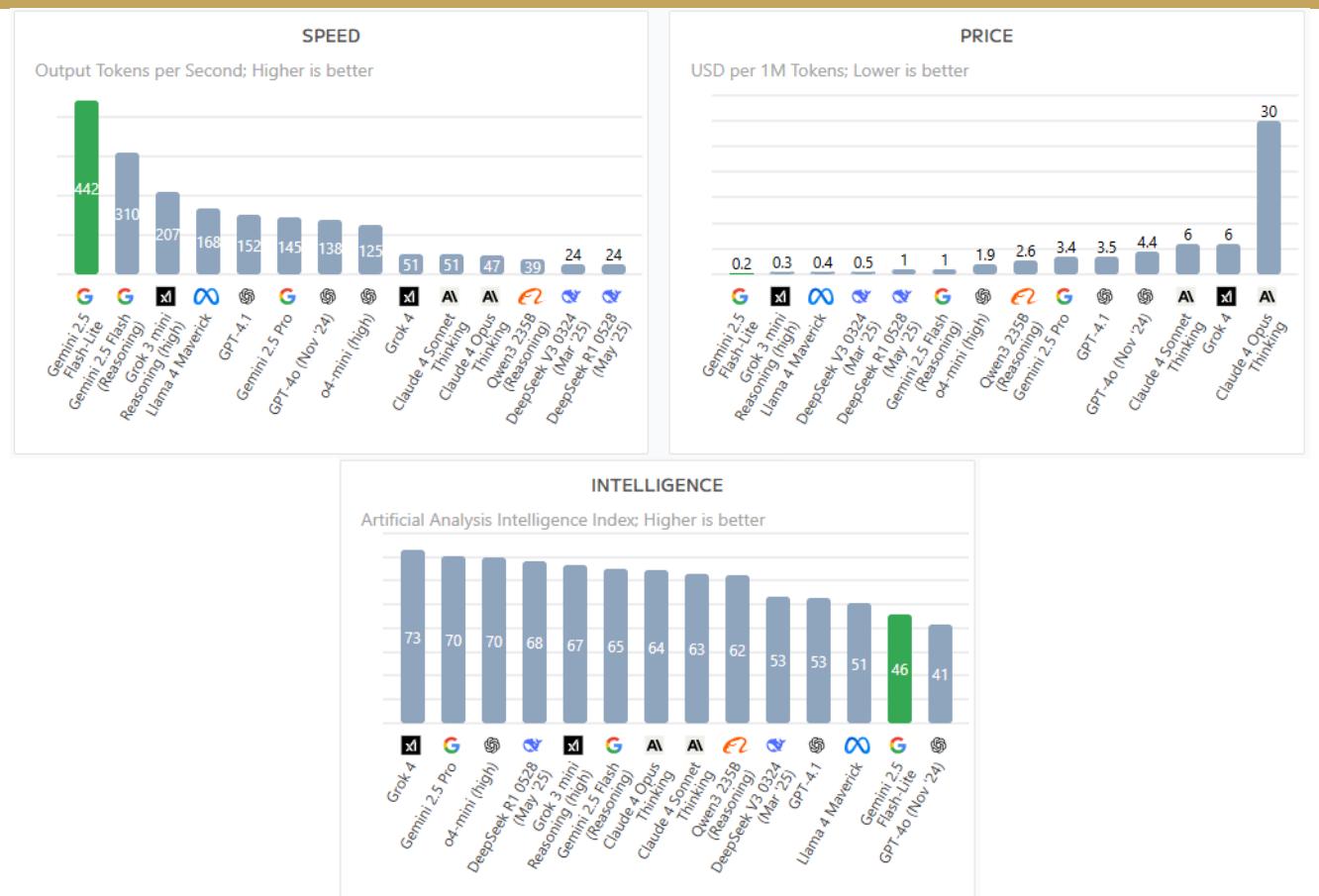
| 百万美元 | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E | 24-27E CAGR | 3Q24 | 4Q24 | 1Q25 | 2Q25E | 3Q25E | 4Q25E |
|----------------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|-------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 按业务板块划分的收入 | | | | | | | | | | | |
| Google Search 及其他收入 | 198,084 | 218,653 | 240,518 | 264,570 | 10% | 54,034 | 50,702 | 54,190 | 54,324 | 59,437 | 55,772 |
| YouTube 广告收入 | 36,147 | 40,444 | 45,298 | 50,733 | 12% | 10,473 | 8,927 | 9,796 | 9,992 | 11,730 | 9,998 |
| Google Network 收入 | 30,359 | 30,112 | 30,112 | 30,112 | 0% | 7,954 | 7,256 | 7,354 | 7,548 | 7,954 | 7,256 |
| Google 广告收入 | 264,590 | 289,209 | 315,928 | 345,415 | 9% | 72,461 | 66,885 | 71,340 | 71,863 | 79,121 | 73,026 |
| Google 订阅、平台及设备收入 | 40,340 | 47,214 | 53,784 | 60,184 | 14% | 11,633 | 10,379 | 11,203 | 12,254 | 13,378 | 11,936 |
| Google Services 总收入 | 304,930 | 336,424 | 369,712 | 405,599 | 10% | 84,094 | 77,264 | 82,543 | 84,117 | 92,499 | 84,962 |
| Google Cloud 收入 | 43,229 | 54,666 | 65,600 | 76,752 | 21% | 11,955 | 12,260 | 13,624 | 14,078 | 14,705 | 14,712 |
| Other Bets 收入 | 1,859 | 1,920 | 2,208 | 2,539 | 11% | 420 | 710 | 261 | 466 | 483 | 817 |
| 合并总收入 | 350,018 | 393,010 | 437,519 | 484,890 | 11% | 96,469 | 90,234 | 96,428 | 98,661 | 107,687 | 100,491 |
| 净收入(不含流量获取成本) | 295,118 | 333,773 | 372,800 | 414,228 | 12% | 81,621 | 76,486 | 81,723 | 83,947 | 91,617 | 85,440 |
| 占比% | | | | | | | | | | | |
| Google Search 及其他收入 | 13% | 10% | 10% | 10% | | 13% | 10% | 12% | 12% | 11% | 11% |
| YouTube 广告收入 | 15% | 12% | 12% | 12% | | 14% | 10% | 13% | 12% | 12% | 16% |
| Google Network 收入 | -3% | -1% | 0% | 0% | | -4% | -2% | -1% | -2% | -2% | -1% |
| Google 广告收入 | 11% | 9% | 9% | 9% | | 11% | 8% | 10% | 10% | 10% | 10% |
| Google 订阅、平台及设备收入 | 16% | 17% | 14% | 12% | | 8% | 19% | 20% | 16% | 16% | 14% |
| Google Services 总收入 | 12% | 10% | 10% | 10% | | 10% | 10% | 12% | 11% | 11% | 11% |
| Google Cloud 收入 | 31% | 26% | 20% | 17% | | 30% | 28% | 32% | 28% | 30% | 29% |
| Other Bets 收入 | 5% | 3% | 15% | 15% | | -39% | -9% | 2% | 15% | 33% | 16% |
| 总净销售额 | 14% | 12% | 11% | 11% | | 12% | 12% | 14% | 13% | 13% | 13% |
| 净收入(不含流量获取成本) | 15% | 13% | 12% | 11% | | 13% | 13% | 15% | 13% | 12% | 12% |
| 百万美元 | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E | | 3Q24 | 4Q24 | 1Q25 | 2Q25E | 3Q25E | 4Q25E |
| 毛利润 | 203,682 | 231,533 | 257,291 | 287,925 | 12% | 55,826 | 53,873 | 57,389 | 57,504 | 62,767 | 58,954 |
| 同比增速 | 17% | 14% | 11% | 12% | | 15% | 15% | 17% | 11% | 12% | 9% |
| 报告经营利润 | 112,360 | 128,430 | 143,696 | 161,904 | 13% | 30,942 | 30,606 | 31,271 | 32,101 | 34,452 | 33,166 |
| 同比增速 | 33% | 14% | 12% | 13% | | 31% | 20% | 14% | 13% | 11% | 8% |
| 非 GAAP 经营利润 | 135,145 | 152,233 | 169,792 | 190,900 | 12% | 36,782 | 36,122 | 37,269 | 37,978 | 40,865 | 39,147 |
| 同比增速 | 27% | 13% | 12% | 12% | | 25% | 18% | 12% | 11% | 11% | 8% |
| 报告净利润 | 100,118 | 118,855 | 120,575 | 135,725 | 11% | 26,536 | 34,540 | 28,196 | 27,087 | 29,032 | 27,839 |
| 同比增速 | 36% | 19% | 1% | 13% | | 28% | 46% | 19% | 3% | 9% | -19% |
| 非 GAAP 净利润 | 122,903 | 142,658 | 146,671 | 164,721 | 10% | 32,346 | 40,056 | 34,194 | 32,963 | 35,445 | 33,820 |
| 同比增速 | 28% | 16% | 3% | 12% | | 23% | 38% | 16% | 3% | 10% | -16% |
| 利润率 | | | | | | | | | | | |
| 毛利率 | 69.0% | 69.4% | 69.0% | 69.5% | | 68.4% | 68.4% | 68.4% | 68.5% | 68.5% | 69.0% |
| 报告经营利润率 | 38.1% | 38.5% | 38.5% | 39.1% | | 37.9% | 40.0% | 38.3% | 38.2% | 37.6% | 38.8% |
| 非 GAAP 经营利润率 | 45.8% | 45.6% | 45.5% | 46.1% | | 45.1% | 47.2% | 45.6% | 45.2% | 44.6% | 45.8% |
| 报告净利润率 | 33.9% | 35.6% | 32.3% | 32.8% | | 32.5% | 45.2% | 34.5% | 32.3% | 31.7% | 32.6% |
| 非 GAAP 净利润率 | 41.6% | 42.7% | 39.3% | 39.8% | | 39.6% | 52.4% | 41.8% | 39.3% | 38.7% | 39.6% |

资料来源: 公司数据、招商证券(香港)预测

全新 Gemini 轻量模型具备价格与性能优势，有望加速企业采纳

Google 推出的 Gemini 2.5 Flash-Lite 模型已全面开放，凭借出色的价格与速度表现，在同类产品中具备显著竞争力，可通过价格弹性进一步推动 AI 应用普及。尽管模型极度轻量化，该版本仍保留了 Google 在逻辑推理方面的控制能力，并在编程、数学、科学、推理以及多模态理解等多个维度展现出高质量性能。

图10: 谷歌的Gemini 2.5 Flash-Lite模型现在已正式推出。它在价格和速度方面非常有竞争力，能够促进AI更好地适应需求价格弹性。



资料来源: AI模型评估、招商证券(香港)预测

图11: Google折现现金流估值

| 百万美元 | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E | 2028E | 2029E | 2030E | 2031E | 2032E | 2033E | 2034E |
|-----------------|---------------|---------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| 收入 | 295,118 | 333,773 | 372,800 | 414,228 | 458,189 | 504,523 | 550,499 | 595,158 | 637,490 | 676,457 | 711,041 |
| 同比增速 | 15% | 13% | 12% | 11% | 11% | 10% | 9% | 8% | 7% | 6% | 5% |
| EBIT | 143,174 | 158,851 | 196,716 | 223,406 | 247,573 | 273,114 | 298,552 | 323,368 | 347,005 | 368,893 | 388,464 |
| 减: 现金税费 | 22% | 11% | 24% | 14% | 11% | 10% | 9% | 8% | 7% | 6% | 5% |
| NOPAT | 49% | 48% | 53% | 54% | 54% | 54% | 54% | 54% | 54% | 55% | 55% |
| 加: 折旧与摊销 | | | | | | | | | | | |
| 加: 股权激励 | -12,769 | -4,209 | -1,588 | 923 | 972 | 1,021 | 1,068 | 1,111 | 1,151 | 1,186 | 1,216 |
| 减: 经营资金变动 | -52,535 | -75,000 | -78,750 | -82,688 | -86,881 | -90,622 | -93,375 | -94,998 | -95,380 | -94,446 | -92,164 |
| 减: 资本支出 | 18% | 22% | 21% | 20% | 19% | 18% | 17% | 16% | 15% | 14% | 13% |
| 无杠杆自由现金流 | 77,870 | 79,642 | 116,377 | 141,642 | 161,665 | 183,514 | 206,245 | 229,481 | 252,776 | 275,633 | 297,516 |
| 同比增速 | -3% | 2% | 46% | 22% | 14% | 14% | 12% | 11% | 10% | 9% | 8% |
| 自由现金流折现 (十亿美元) | 72 | 96 | 105 | 109 | 112 | 114 | 115 | 115 | 114 | 111 | 4,180 |
| 终值 (十亿美元) | | | | | | | | | | | |

| WACC | |
|-------------|--------------|
| 无风险利率 | 3.5% |
| Beta | 1.20 |
| 股权风险溢价 | 6.0% |
| 权益成本 | 10.7% |
| 债务成本 | 4.0% |
| 债务占比 | 5.0% |
| 有效税率 | 17.1% |
| WACC | 10.3% |

| 每股权益价值 (百万美元) | |
|---------------|--------------|
| 永续增长率 | 3% |
| 自由现金流现值 | 1,064 |
| 终值现值 | 1,564 |
| 企业价值 | 2,628 |
| 2024年净现金 (负债) | -85 |
| 权益价值 | 2,713 |
| 流通股数 (百万) | 12,043 |
| 每股价值 | 225 |

| 现金流折现敏感性测试 | | | | | |
|------------|--------------|------|------|------------|------|
| 永续增长率 | | | | | |
| | 2.0% | 2.5% | 3.0% | 3.5% | 4.0% |
| WACC | 10.0% | 137 | 140 | 144 | 148 |
| | 10.2% | 134 | 137 | 140 | 145 |
| | 10.3% | 131 | 134 | 225 | 141 |
| | 11.2% | 118 | 120 | 122 | 125 |
| | 12.0% | 107 | 109 | 110 | 112 |

| 现金流折现敏感性测试 - 对应 25 年 EV/EBITDA | | | | | |
|--------------------------------|--------------|------|------|-----------|------|
| 永续增长率 | | | | | |
| | 2.0% | 2.5% | 3.0% | 3.5% | 4.0% |
| WACC | 10.0% | 10 | 11 | 11 | 12 |
| | 10.2% | 10 | 10 | 11 | 11 |
| | 10.3% | 10 | 10 | 17 | 11 |
| | 11.2% | 9 | 9 | 9 | 10 |
| | 12.0% | 8 | 8 | 8 | 9 |

| 目标价对应估值倍数 | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E |
|---------------|------|-------|-------|-------|
| 市盈率 (倍)* | 22 | 19 | 18 | 16 |
| 市销率 (倍) | 9 | 8.1 | 7.3 | 6.5 |
| P/FCF (倍) | 35 | 34 | 23 | 19 |
| EV/EBITDA (倍) | 18 | 17 | 13 | 12 |

资料来源: 公司数据、招商证券(香港)预测

估值对比
 平台, SAAS

| 公司名称 | 股票代码 | 货币 | 股价 (本币) | 市值 (十亿美元) | EV/EBITDA | | 市盈率(倍) | | PEG* | 市销率 (倍) | P/OCF (x) | ROE (%) | | 2024-2026E CAGR | | | |
|-----------------|----------------|----------|------------|--------------|-----------|-------|--------|-------|------|------------|--------------|---------|-------|-----------------|------|--------|----|
| | | | | | FY25E | FY26E | FY25E | FY26E | | | | FY25E | FY26E | SALES | NP | EBITDA | |
| 美国主要平台 | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| Alphabet | 谷歌 | GOOGL US | 美元 | 190 | 2,313 | 13 | 12 | 16 | 16 | 1.8 | 6.2 | 16 | 40 | 35 | n.a. | 7 | 14 |
| Amazon | 亚马逊 | AMZN US | 美元 | 229 | 2,434 | 16 | 13 | 27 | 22 | 1.9 | 3.2 | 17 | 28 | 27 | n.a. | 17 | 18 |
| META | META | META US | 美元 | 713 | 1,793 | 19 | 15 | 21 | 19 | 1.9 | 8.3 | 17 | 42 | 37 | n.a. | 12 | 19 |
| Spotify | Spotify | SPOT US | 美元 | 707 | 145 | 49 | 35 | n.a. | 39 | 1.1 | 6.1 | 44 | 36 | 35 | n.a. | 29 | 33 |
| Netflix | Netflix | NFLX US | 美元 | 1,233 | 524 | 38 | 31 | 44 | 38 | 2.0 | n.a. | n.a. | 44 | 44 | n.a. | 16 | 20 |
| Uber | Uber | UBER US | 美元 | 91 | 191 | 23 | 18 | 23 | 19 | 0.7 | 3.2 | 22 | 33 | 30 | n.a. | 23 | 24 |
| Lyft | Lyft | LYFT US | 美元 | 15 | 6 | 10 | 8 | 16 | 13 | 1.1 | 0.8 | 8 | 56 | 84 | 50 | 28 | 25 |
| DoorDash | DoorDash | DASH US | 美元 | 241 | 102 | 36 | 27 | 45 | 32 | 1.0 | 6.6 | 36 | 23 | 25 | 1 | 29 | 31 |
| Duolingo | 多邻国 | DUOL US | 美元 | 356 | 16 | n.a. | 38 | n.a. | 41 | 1.6 | n.a. | 43 | 33 | 36 | 8 | 32 | 40 |
| Tesla | 特斯拉 | TSLA US | 美元 | 328 | 1,058 | n.a. | n.a. | n.a. | n.a. | 9.3 | n.a. | 8 | 10 | 20 | 44 | 34 | |
| Roblox | 罗布乐思 | RBLX US | 美元 | 125 | 84 | n.a. | n.a. | n.a. | n.a. | n.a. | n.a. | 127 | 141 | 30 | n.a. | 32 | |
| SAAS | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| Microsoft | 微软 | MSFT US | 美元 | 510 | 3,791 | 24 | 21 | 38 | 33 | 2.8 | n.a. | 28 | 32 | 29 | 14 | 15 | 15 |
| Palantir | Palantir | PLTR US | 美元 | 152 | 358 | n.a. | n.a. | n.a. | n.a. | n.a. | n.a. | 24 | 23 | 30 | 33 | 32 | |
| Adobe | Adobe | ADBE US | 美元 | 368 | 156 | 14 | 12 | 18 | 16 | 0.6 | 6.0 | 16 | 61 | 63 | 10 | 9 | 8 |
| Apple | 苹果 | AAPL US | 美元 | 212 | 3,174 | 23 | 21 | 30 | 28 | 3.2 | 7.5 | 27 | n.a. | n.a. | 6 | 6 | 6 |
| Shopify | Shopify | SHOP US | 美元 | 128 | 167 | n.a. | n.a. | n.a. | n.a. | n.a. | n.a. | 11 | 15 | 21 | 31 | 33 | |
| GoDaddy | GoDaddy | GDDY US | 美元 | 168 | 24 | 17 | 16 | 29 | 24 | n.a. | 4.5 | 16 | 156 | 170 | 8 | 17 | 12 |
| Applovin | Applovin | APP US | 美元 | 366 | 124 | 30 | 23 | 43 | 30 | 0.7 | n.a. | 38 | 184 | 157 | 24 | 33 | 27 |
| Arista network | Arista network | ANET US | 美元 | 112 | 140 | 34 | 29 | 43 | 36 | 2.6 | n.a. | 38 | 28 | 26 | 18 | 18 | 18 |
| Salesforce | Salesforce | CRM US | 美元 | 262 | 251 | 22 | 15 | 40 | 23 | n.a. | 6.1 | 19 | 10 | 14 | 9 | 41 | 27 |
| Oracle | 甲骨文 | ORCL US | 美元 | 244 | 684 | 31 | 23 | n.a. | 35 | n.a. | n.a. | 33 | 85 | 61 | 18 | 38 | 29 |
| SAP | SAP | SAP US | 美元 | 307 | 377 | 27 | 24 | 45 | 38 | 0.6 | 7.7 | 37 | 16 | 17 | 13 | 20 | 18 |
| IBM | IBM | IBM US | 美元 | 285 | 265 | 18 | 17 | 25 | 24 | 0.7 | 3.8 | 18 | 33 | 30 | 5 | 7 | 4 |
| Intuit | Intuit | INTU US | 美元 | 764 | 213 | 27 | 24 | 38 | 33 | 0.8 | n.a. | 33 | 25 | 26 | 12 | 15 | 14 |
| Block | Block | SQ US | 美元 | n.a. | n.a. | n.a. | n.a. | n.a. | n.a. | n.a. | n.a. | 7 | 9 | 10 | 29 | 20 | |
| Service Now | Service Now | NOW US | 美元 | 960 | 199 | 43 | 35 | n.a. | 47 | 0.8 | n.a. | 39 | 23 | 20 | 19 | 21 | 21 |
| ADP | ADP | ADP US | 美元 | 301 | 122 | 21 | 20 | 30 | 28 | 3.6 | 5.6 | 25 | 77 | 67 | 6 | 8 | 7 |
| Electronic Arts | 艺电 | EA US | 美元 | 153 | 39 | 19 | 15 | 34 | 19 | n.a. | 5.0 | 19 | 16 | 24 | 5 | 42 | 18 |
| 均值 | | | | | 23 | 21 | 30 | 28 | 1.1 | 6.1 | 26 | 33 | 30 | 13 | 21 | 20 | |

注: 股价采用2025年7月23日(所有市场)收市价; 资料来源: 彭博, Visible Alpha, 公司数据, 招商证券(香港)预测

*市盈率基于非公认会计原则

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 | 24,048 | 23,466 | 21,589 | 12,656 | 101,940 |
| 短期投资 | 86,868 | 72,191 | 79,410 | 87,351 | 96,086 |
| 应收账款 | 47,964 | 52,340 | 56,741 | 63,376 | 66,277 |
| 其他流动资产 | 12,650 | 15,714 | 16,500 | 17,325 | 18,191 |
| 总流动资产 | 171,530 | 163,711 | 174,241 | 180,708 | 282,494 |
| 非流动投资 | 31,008 | 37,982 | 39,881 | 41,875 | 43,969 |
| 物业、厂房及设备 | 134,345 | 171,036 | 227,713 | 282,538 | 334,611 |
| 其他非流动资产 | 65,509 | 77,527 | 81,403 | 85,474 | 89,747 |
| 总非流动资产 | 230,862 | 286,545 | 348,998 | 409,887 | 468,327 |
| 总资产 | 402,392 | 450,256 | 523,238 | 590,595 | 750,820 |
| 应付账款及应付员工补偿和福利 | 22,633 | 23,056 | 24,454 | 26,817 | 27,824 |
| 应付费用 | 46,168 | 51,228 | 53,789 | 56,479 | 59,303 |
| 其他流动负债 | 13,013 | 14,838 | 15,580 | 16,359 | 17,177 |
| 流动负债 | 81,814 | 89,122 | 93,823 | 99,655 | 104,304 |
| 长期借款 | 13,253 | 10,883 | 10,339 | 9,822 | 9,331 |
| 其他非流动负债 | 23,946 | 25,167 | 26,425 | 27,747 | 29,134 |
| 非流动负债 | 37,199 | 36,050 | 36,764 | 37,569 | 38,465 |
| 总负债 | 119,013 | 125,172 | 130,587 | 137,224 | 142,768 |
| 总净资产 | 283,379 | 325,084 | 392,651 | 453,371 | 608,052 |
| 总权益 | 283,379 | 325,084 | 392,651 | 453,371 | 608,052 |
| 净现金/(债务) | 97,663 | 84,774 | 90,661 | 90,185 | 188,695 |
| 净现金/总权益 | 34% | 26% | 23% | 20% | 31% |

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 | 73,795 | 100,118 | 118,855 | 120,575 | 135,725 |
| 折旧摊销 | 13,699 | 15,311 | 18,323 | 23,925 | 30,615 |
| 运营资本变化 | -3,845 | -8,406 | 300 | -803 | 1,748 |
| 其他 | 18,097 | 18,276 | 23,018 | 25,271 | 28,130 |
| 经营活动净现金 | 101,746 | 125,299 | 160,495 | 168,968 | 196,218 |
| 资本开支 | -32,251 | -52,535 | -75,000 | -78,750 | -82,688 |
| 其他 | 5,188 | 6,999 | -12,995 | -14,005 | -15,103 |
| 投资活动净现金 | -27,063 | -45,536 | -87,995 | -92,755 | -97,790 |
| 融资活动净现金 | -72,093 | -79,733 | -74,377 | -85,146 | -9,143 |
| 汇兑损益 | -421 | -612 | 0 | 0 | 0 |
| 现金净变动 | 2,169 | -582 | -1,877 | -8,934 | 89,284 |
| 期初现金 | 21,879 | 24,048 | 23,466 | 21,589 | 12,656 |
| 期末现金 | 24,048 | 23,466 | 21,589 | 12,656 | 101,940 |

资料来源: 公司数据, 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 | 256,508 | 295,118 | 333,773 | 372,800 | 414,228 |
| 销售成本 | -82,446 | -91,436 | -102,241 | -115,510 | -126,304 |
| 毛利 | 174,062 | 203,682 | 231,533 | 257,291 | 287,925 |
| 销售费用 | -27,917 | -27,808 | -29,976 | -32,532 | -35,911 |
| 技术开发费用 | -45,427 | -49,326 | -56,321 | -61,962 | -68,430 |
| 一般管理费用 | -16,425 | -14,188 | -16,805 | -19,100 | -21,680 |
| 报告经营利润 | 84,293 | 112,360 | 128,430 | 143,696 | 161,904 |
| 非 GAAP 经营利润 | 106,753 | 135,145 | 152,233 | 169,792 | 190,900 |
| 税前净利润 | 85,717 | 119,815 | 143,335 | 145,271 | 163,524 |
| 税费 | 11,922 | 19,697 | 24,480 | 24,696 | 27,799 |
| 报告净利润 | 73,795 | 100,118 | 118,855 | 120,575 | 135,725 |
| 非 GAAP 净利润 | 96,255 | 122,903 | 142,658 | 146,671 | 164,721 |
| 非 GAAP 每股盈利(美元) | 7.6 | 9.9 | 11.8 | 12.4 | 14.1 |

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 | 9.7 | 15.1 | 13.1 | 11.7 | 11.1 |
| 毛利 | 11.1 | 17.0 | 13.7 | 11.1 | 11.9 |
| 报告经营利润 | 12.6 | 33.3 | 14.3 | 11.9 | 12.7 |
| 报告净利润 | 23.0 | 35.7 | 18.7 | 1.4 | 12.6 |
| 非 GAAP 经营利润 | 13.3 | 26.6 | 12.6 | 11.5 | 12.4 |
| 非 GAAP 净利润 | 21.3 | 27.7 | 16.1 | 2.8 | 12.3 |
| 获利能力 (%) | | | | | |
| 毛利 | 67.9 | 69.0 | 69.4 | 69.0 | 69.5 |
| 报告经营利润 | 32.9 | 38.1 | 38.5 | 38.5 | 39.1 |
| 非 GAAP 经营利润 | 41.6 | 45.8 | 45.6 | 45.5 | 46.1 |
| 报告净利润 | 28.8 | 33.9 | 35.6 | 32.3 | 32.8 |
| 非 GAAP 净利润 | 37.5 | 41.6 | 42.7 | 39.3 | 39.8 |
| ROE | 35.7 | 40.4 | 39.8 | 34.7 | 31.0 |

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>。

免责条款

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