

## 公司报告

招商证券 (香港) 有限公司  
证券研究部

## Alphabet (GOOGL US)

## 广告与云服务双轮驱动二季度业绩强劲增长

- 二季度业绩超预期，广告收入增速加快，AI聊天机器人竞争并未带来明显冲击；付费点击量同比回升，较一季度有所改善
- Google Cloud营收同比增长32%，管理层指出AI功能使用强劲，并将全年资本开支指引由750亿美元上调至850亿美元
- 增持：广告业务韧性强于预期，Google Cloud (GCP)、Waymo与Youtube保持强劲势能

## 二季度业绩：广告业务在AI聊天竞争下依然强劲，云业务增速加快

二季度合并净收入达 817 亿美元，同比增长 15%（一季度同比+13%），主要由广告收入（同比 10%）、云服务（同比+32%，一季度为 28%）以及订阅收入（主要受 Youtube 带动，同比增长 20%）的强劲增长所推动。经营利润为 313 亿美元，同比增长 14%（一季度同比 20%），高出预期 1%，带动净利润亦超预期。毛利率、经营利润率同比变动+1.2、-0.2 个百分点，营业利润率受益于规模效应和汇率，但同时受限于 AI 资本开支上升导致折旧费用增加的影响。自由现金流为 53 亿美元，较之前水平大幅下滑，主因资本开支由 170 亿美元增至 220 亿美元。管理层表示，折旧持续上升将继续对经营利润率构成压力。Google 仍坚定推进 AI 发展战略，并将 25 年资本开支目标从 750 亿美元上调至 850 亿美元，其中三分之二将投入服务器，三分之一将用于数据中心与网络设备。我们认为，云业务收入的强劲增长仍是其高资本支出最有力的支撑。

## AI 战局持续升温，竞争对手纷纷推出 AI 浏览器

Perplexity AI 已推出 Comet AI 浏览器，OpenAI 也即将发布 AI 浏览器产品，市场竞争日趋激烈，我们认为这将削弱美国司法部对 Google 垄断指控的合理性。随着 Google 通过 AI Overview 与 AI 模式持续将人工智能深度整合至其搜索与浏览器产品，传统的浏览器与搜索体验正经历显著转型。同时，新一轮浏览器竞争兴起，主要参与者包括 Perplexity、OpenAI、Chrome 与 Bing。网页浏览器在广告变现中具有重要作用，因为它是用户接入数字内容、发现产品与广告互动的主要入口，从而实现精准投放。我们认为，Google 生态系统仍具有稳固基础。公司正积极在技术栈各层面参与 AI 竞争。鉴于 Google Search 仍占全球超过 90% 的搜索查询，且其活跃用户规模已达 30 亿，取代 Google 极为困难与耗时。庞大的用户基础与领先的 AI 能力是 Google 应对新兴竞争者的最佳防线。尽管面临贸易战等宏观不确定性以及 AI 聊天机器人的威胁，二季度广告收入强劲增长，付费点击同比提升 4%（一季度为 2%），显示出 Google 广告业务的竞争优势较市场预期更加可持续。

## 估值具吸引力，AI 聊天机器人真正形成威胁尚需时日

在美股科技巨头中，Google 的估值处于最低水平（即 21-38 倍市盈率），考虑到广告业务稳定，云业务高速增长，以及 Waymo 与 Youtube 等技术资产尚未被市场充分定价，我们认为其风险回报具备吸引力。我们预计 2024-27 财年收入/经营利润的复合增长率分别为 12%/13%。DCF 目标价维持 225 美元不变，对应 FY25/26 年非 GAAP 市盈率为 19/18 倍。主要风险：1) 宏观经济；2) 行业竞争；3) 监管风险；4) 劳资纠纷。

## 盈利预测及估值

百万美元	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%
经营利润	84,293	112,360	128,430	143,696	161,904
同比增速	13%	33%	14%	12%	13%
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)	7.57	9.89	11.76	12.37	14.06
市销率 (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日的收盘价；资料来源：彭博、公司数据、招商证券（香港）预测

\*除另有说明外，报告所述的所有收入均为净收入（不含流量获取成本）

王腾杰

+852 3189 6634

tommywong@cmschina.com.hk

李怡珊, CFA

+852 3189 6122

crystalli@cmschina.com.hk

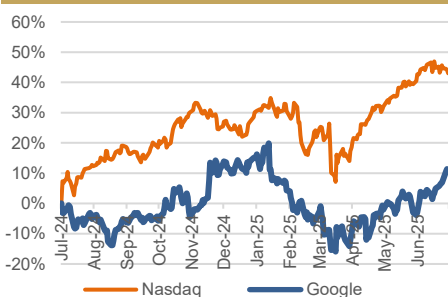
## 最新变动

25年二季度业绩

## 增持

前次评级	增持
股价 (2025年7月23日)	192美元
12个月目标价 (上涨/下跌空间)	225美元 (+17%)
前次目标价	225美元

## 股价表现



资料来源：彭博

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

## 行业：TMT

纳斯达克指数 (2025年7月23日) 21.020

## 重要数据

52周股价区间 (美元)	143 - 209
美股市值 (十亿美元)	1,980
日均成交量美股/港股 (百万股)	26.5

## 主要股东

Larry Page	3.1%
Sergey Brin	2.9%
其他股东	0.7%
自由流通量	93.3%

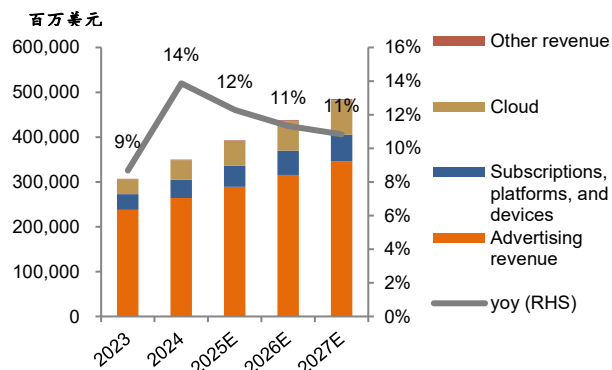
资料来源：彭博、招商证券（香港）

## 相关报告

1. 美国科技行业 - AI技术加速落地，抵消关税忧虑（推荐）（2025/6/11）
2. 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）
3. Alphabet (GOOGL US) - 前沿人工智能技术创新平台（增持）（2025/2/7）

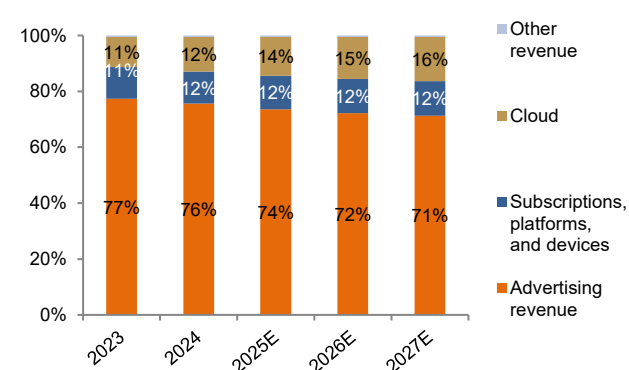
## 重点图表

图1: 集团收入表现



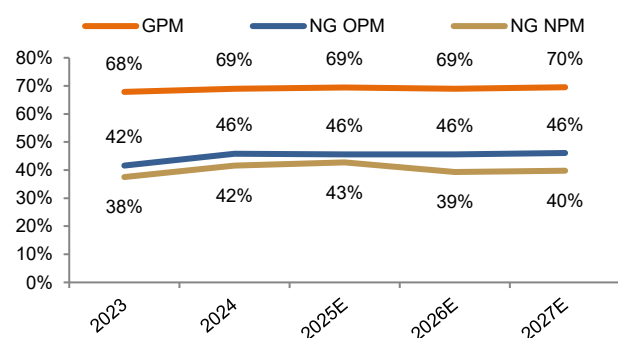
资料来源: 公司数据, 招商证券 (香港) 预测

图2: 集团按业务板块划分的收入



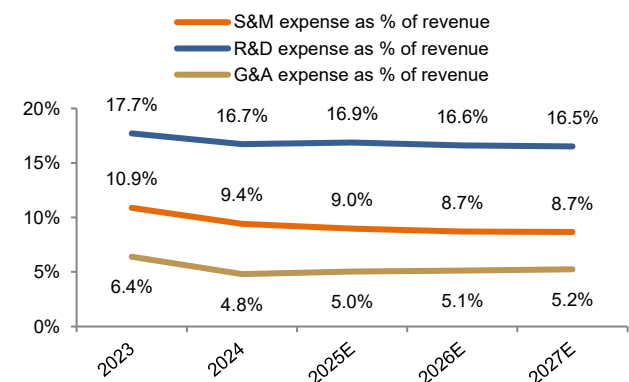
资料来源: 公司数据, 招商证券 (香港)

图3: 非GAAP利润率



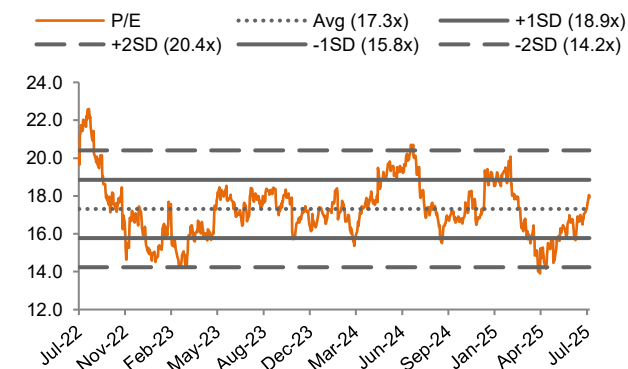
资料来源: 公司数据, 招商证券 (香港) 预测

图4: 经营费率占收入占比



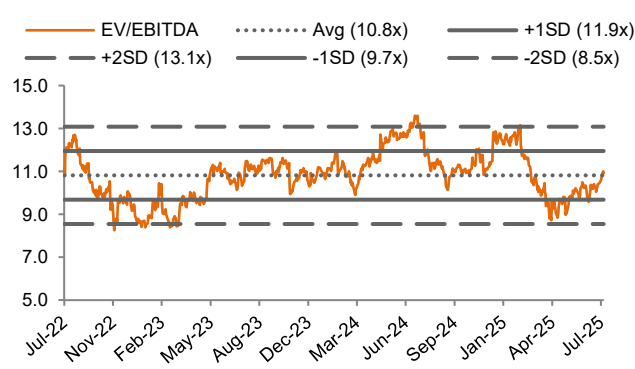
资料来源: 公司数据, 招商证券 (香港) 预测

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

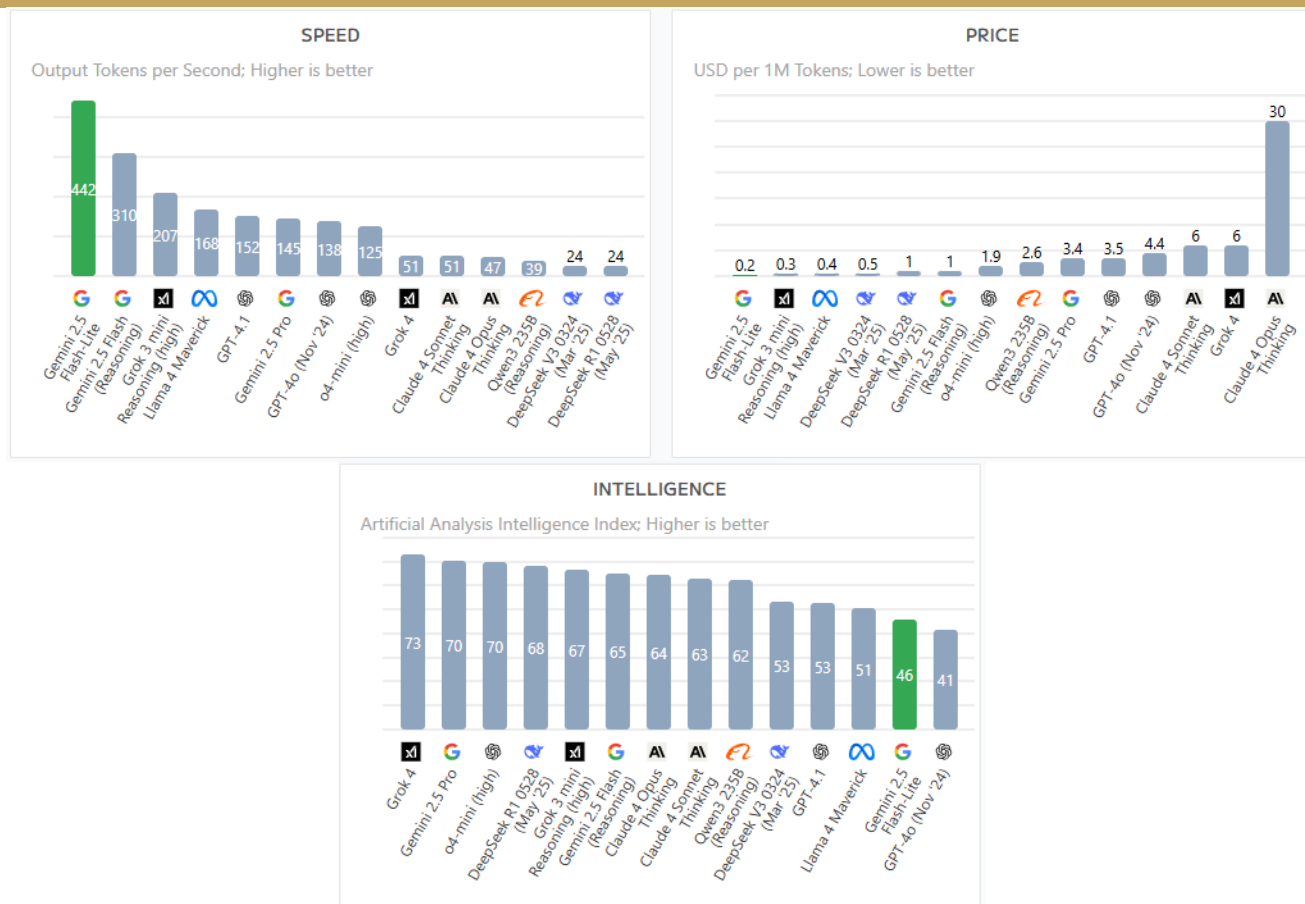
百万美元	2024	2025E	2026E	2027E	24-27E CAGR	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25E	3Q25E	4Q25E
按业务板块划分的收入											
Google Search 及其他收入	198,084	218,653	240,518	264,570	10%	54,034	50,702	54,190	54,324	59,437	55,772
YouTube 广告收入	36,147	40,444	45,298	50,733	12%	10,473	8,927	9,796	9,992	11,730	9,998
Google Network 收入	30,359	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											
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
终值（十亿美元）											4,180

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

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

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	154
	10.2%	134	137	140	145	149
	10.3%	131	134	225	141	145
	11.2%	118	120	122	125	128
	12.0%	107	109	110	112	114

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	11	12
	10.2%	10	10	11	11	11
	10.3%	10	10	17	11	11
	11.2%	9	9	9	9	10
	12.0%	8	8	8	9	9

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		FY25E	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.	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.	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.	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.	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.	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