

公司報告

招商證券(香港)有限公司
證券研究部

Meta Platform (META US)

業績大獲全勝，緩解資本支出擔憂

■二季度營收同增22%，盈利同增38%，三季度營收指引下限高于市場共識

■用戶增長強勁，日活躍用戶增長6%，AI驅動廣告效果增強，帶動廣告展示量和平均廣告價格增長

■行業首推股票：目標價上調至866美元；增長加速印證AI驅動下用戶及廣告收入的持續穩健增長，緩解資本支出擔憂

二季度業績強勁，利潤率顯着擴張

25年二季度集團收入為475億美元，同增22%，超預期6%；經營利潤達204億美元，超預期19%。強勁增長主要由Family of Apps的廣告收入推動，日活躍用戶同增6%達34.8億，廣告曝光量同增11%，平均每廣告價格同增9%，得益于AI優化廣告定位、推薦系統及用戶參與度。美國和歐洲市場是主要驅動力，貢獻了年同比增量收入67%。集團經營利潤率提升至約43%，同增5個百分點，受益於規模效應、效率提升及較低的法律成本（此前反壟斷訴訟相關）。Reality Labs虧損45億美元，維持過去幾個季度的穩定絕對值範圍，對經營利潤的拖累為18%，低於24年二季度的23%。三季度指引：收入預期為475億至505億美元（中點同增21%），下限高於市場共識，扭轉上一季度因宏觀/貿易戰對二季度的謹慎展望。AI基礎設施資本支出指引從640億-720億美元收窄至660億-720億美元，此前一季度已大幅增加。管理層指引2026年資本支出增量與2025年相似（約300億美元），意味着2026年資本支出約為1,000億美元。

AI持續助力廣告增長

AI持續為Meta的廣告業務帶來增量效益。AI優化了廣告定位和內容，新廣告推薦功能使Instagram轉化率提高5%，Facebook提高

200萬廣告主使用Meta的AI廣告工具Advantage+創意套件的視頻生成和文本工具。公司正在測試AI驅動的新廣告字幕翻譯功能。二季度，Meta在Threads和WhatsApp推出全球視頻和圖片廣告，儘管初始廣告庫存較低，但長期將成為增長貢獻者，Threads用戶基數快速增長，已接近X平臺。

Meta AI眼鏡增長勢頭強勁

Meta的AI設備持續強勁增長，據雷朋品牌擁有者EssilorLuxottica（與Meta合作AI眼鏡），雷朋Meta眼鏡在2025年下半年銷售同比+200%，自2023年底推出以來累計售出200萬副。新款性能AI眼鏡（如Oakley Meta HSTNs）即將推出（[鏈接](#)），專為運動設計，配備超高清3K錄制、開放式耳機和更長續航，儘管短時期內對集團收入貢獻有限，但我們認為其長期潛力可期。

基于強勁業績上調目標價

我們將折現現金流目標價從759美元上調至866美元，對應25/26財年24倍/22倍市盈率，以及22倍/19倍EV/EBITDA。鑑於業績的強勁增長，Meta當前估值為19倍25財年非GAAP市盈率，對比行業均值31倍，及同行亞馬遜27倍和微軟37倍相對具有吸引力。主要風險：1) 宏觀、2) 競爭、3) 監管。

盈利預測及估值

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
收入	134,902	164,500	196,759	230,442	262,876
同比增速	16%	22%	20%	17%	14%
毛利潤	108,943	134,338	159,885	184,354	210,301
非GAAP經營利潤	60,778	86,070	99,391	113,785	134,440
同比增速	48%	42%	15%	14%	18%
淨利潤	39,098	62,360	71,769	79,867	94,938
非GAAP淨利潤	53,125	79,050	91,160	102,512	120,753
非GAAP每股盈利(美元)	20.2	30.2	35.4	40.1	47.5
市銷率(倍)	33	22	19	17	14
核心市盈率(倍)	24	17	15	12	10
ROE(%)	38	47	43	38	36

注：截至2025年7月31日的收盤價；資料來源：彭博、公司數據、招商證券(香港)預測

王騰杰

李怡珊, CFA

+852 3189 6634

tommywong@cmschina.com.hk

+852 3189 6122

crystalli@cmschina.com.hk

最新變動

24年二季度業績解讀；盈利和目標價調整

增持

前次評級	增持
股價(2025年7月30日)	695美元
12個月目標價 (上漲/下跌空間)	866美元(+25%)
前次目標價	759美元

股價表現



資料來源：彭博

	1m	6m	12m
META US	(5.2)	3.8	51.1
Nasdaq	2.7	5.0	17.2

行業：TMT

Nasdaq (2025年7月30日)	23,790
---------------------	--------

重要數據

52周股價區間(美元)	451 - 748
美股市值(十億美元)	1,748.0
日均成交量美股(百萬股)	10.16
主要股東	
Sandberg Sheryl	0.06%
Zuckerberg Mark	0.02%
其他股東	0.02%
自由流通量	99.0%

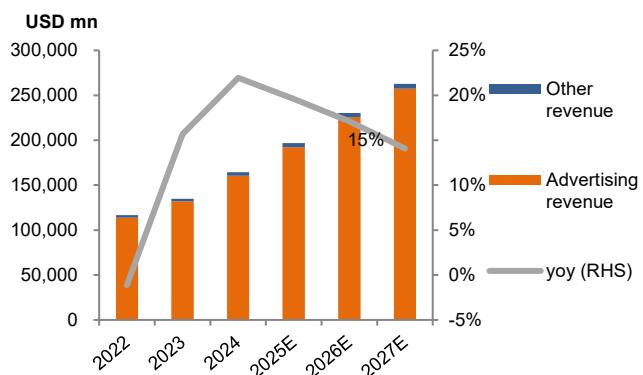
資料來源：彭博、招商證券(香港)

相關報告

1. Meta Platform (META US) - 一季度業績超預期，二季度前景勝預期(增持) (2025/5/7)
2. 中美互聯網行業 - 紲稅之戰：美國商品貿易風險；本地生活&服務行業具防禦性(推薦) (2025/4/11)
3. 中美互聯網行業 - 踏上人工智能的快速列車(推薦) (2025/3/5)
4. Meta Platforms (META US) - 全球社交龍頭，AI賦能全面增長新机遇(增持) (2025/1/9)

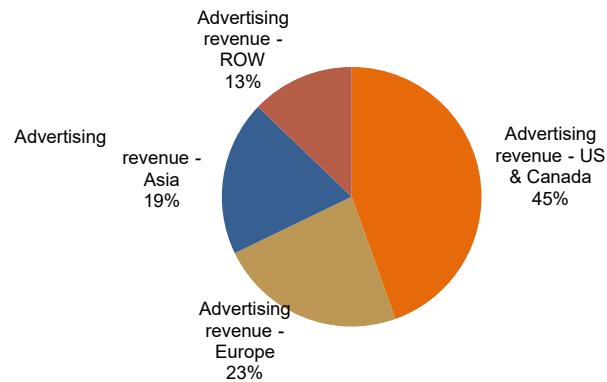
重点图表

图1: 收入表现



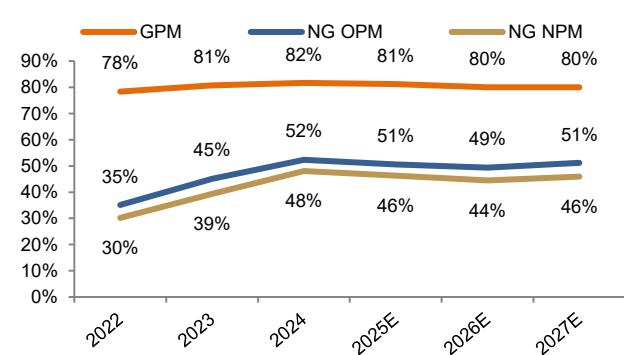
资料来源：公司数据、招商证券（香港）预测

图2: 25财年分地区广告收入



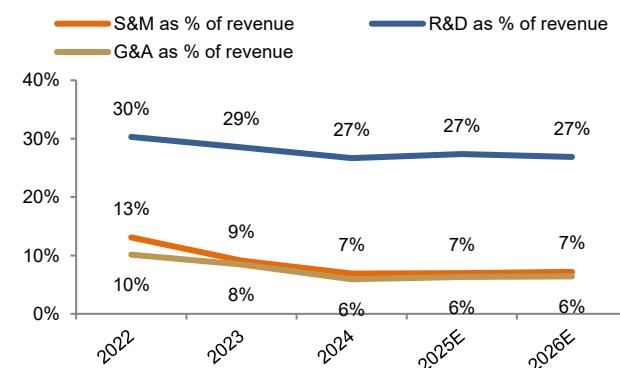
资料来源：公司数据、招商证券（香港）预测

图3: 非GAAP利润率



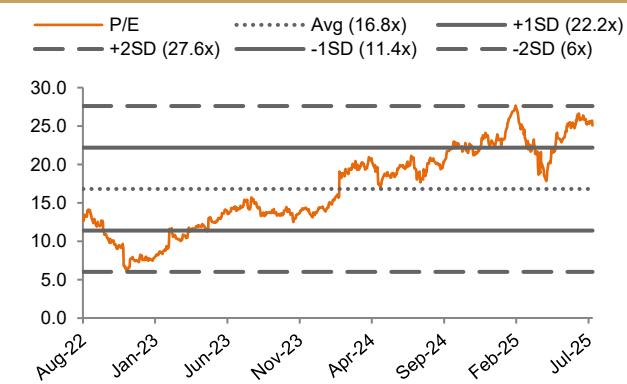
资料来源：公司数据、招商证券（香港）预测

图4: 经营费率对收入占比



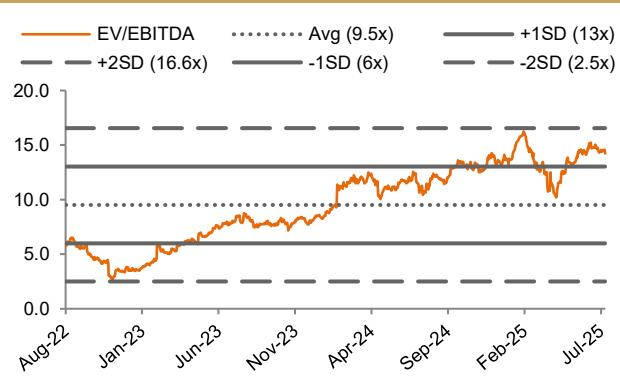
资料来源：公司数据、招商证券（香港）预测

图5: 市盈率区间



资料来源：公司数据、彭博、招商证券（香港）预测

图6: EV/EBITDA区间



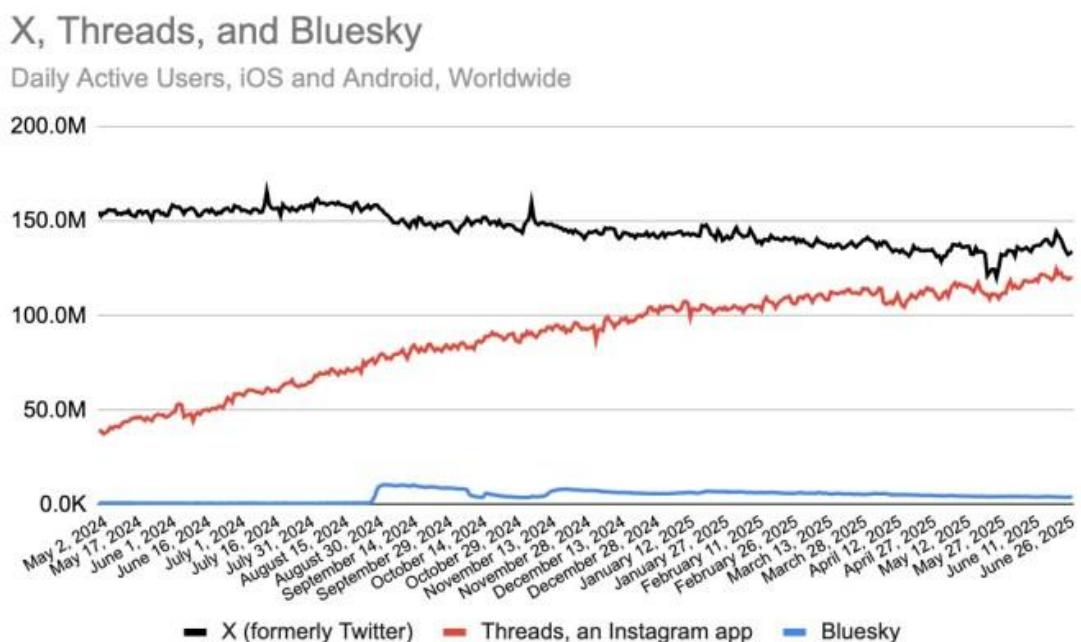
资料来源：公司数据、彭博、招商证券（香港）预测

图7: Meta 25年二季度业绩表现

百万美元	2Q24	1Q25	2Q25	1Q25 yoy	2Q25 yoy	1Q25 qoq	2Q25 qoq	招商证券预测与实际预 测对比		招商证券预测与实际预 测对比	
								2Q25	差异%	2Q25	差异%
总收入	39,071	42,314	47,516	16%	22%	-13%	12%	45,073	5%	44,810	6%
毛利润	31,763	34,742	39,025	17%	23%	-12%	12%	36,486	7%	36,199	8%
运营开支	2,721	2,757	2,979	8%	9%	-15%	8%	3,464	-14%	3,094	-4%
研发开支	10,537	12,150	12,942	22%	23%	0%	7%	12,147	7%	12,921	0%
一般及行政开支	3,658	2,280	2,663	-34%	-27%	200%	17%	3,318	-20%	2,845	-6%
经营利润	14,847	17,555	20,441	27%	38%	-25%	16%	17,556	16%	17,126	19%
核心营业利润(经招商证券 调整)	19,463	21,702	25,275	25%	30%	-21%	16%	21,925	15%		
税前利润	1,641	1,738	2,197	-4%	34%	-36%	26%	2,327	-6%		
报告净利润	13,465	16,644	18,337	35%	36%	-20%	10%	15,573	18%	15,185	21%
核心净利润(经招商证券调 整)	18,081	20,791	23,171	31%	28%	-17%	11%	19,942	16%		
总现金	58,080	70,230	47,071								
总债务	18,389	28,829									
净现金(负债)	39,691	41,401									
总现金/权益	25%	22%									
利润率											
Facebook 家族每日活跃用 户数	3,270	3,430	-	6%	n.a.	2%	n.a.			3,428	n.a.
每付费用户平均收入	11.9	12.4	13.7	10%	16%	-13%	11%				
毛利率	81.3	82.1	82.1	0.3pp	0.8pp	0.4pp	0.0pp	80.9	-1.2pp		
营业利润率	38.0	41.5	43.0	3.6pp	5.0pp	-6.8pp	1.5pp	39.0	-4.1pp	38.2	-4.8pp
非 GAAP 经营利润率	49.8	51.3	53.2	3.6pp	3.4pp	-5.8pp	1.9pp	48.6	-4.5pp		
归属于股东的净利润率	34.5	39.3	38.6	5.4pp	4.1pp	-3.7pp	-0.7pp	34.6	-4.0pp	33.9	-4.7pp
非 GAAP 归属于股东的净 利润率	46.3	49.1	48.8	5.4pp	2.5pp	-2.7pp	-0.4pp	44.2	-4.5pp		

资料来源：公司数据、彭博、招商证券（香港）预测

图8: Threads的日活跃用户正在赶上 X (前称 Twitter)，并已于25年二季度开始广告变现



资料来源：Similarweb、招商证券（香港）

图9：盈利预测调整

百万美元	调整后			调整前			变动		
	FY24E	FY25E	FY26E	FY24E	FY25E	FY26E	FY24E	FY25E	FY26E
总收入	196,759	230,442	262,876	187,955	211,173	232,507	5%	9%	13%
毛利润	159,885	184,354	210,301	152,180	169,994	187,168	5%	8%	12%
运营开支	13,680	16,564	18,632	13,939	14,955	16,464	-2%	11%	13%
研发开支	53,827	61,886	66,733	49,654	53,629	59,058	8%	15%	13%
一般及行政开支	12,378	14,765	16,311	14,328	14,460	15,930	-14%	2%	2%
经营利润	80,000	91,140	108,625	74,259	86,951	95,715	8%	5%	13%
税前利润	9,924	13,002	15,455	11,292	13,203	14,517	-12%	-2%	6%
报告净利润	71,769	79,867	94,938	63,986	74,815	82,265	12%	7%	15%
利润率									
毛利率	81.3	80.0	80.0	81	80.5	80.5	-0.3pp	0.5pp	0.5pp
经营利润率	40.7	39.5	41.3	39.5	41.2	41.2	-1.2pp	1.7pp	-0.1pp
非 GAAP 经营利润率	50.5	49.4	51.1	49.8	51.4	51.4	-0.7pp	2.0pp	0.3pp
净利润率	36.5	34.7	36.1	34	35.4	35.4	-2.5pp	0.7pp	-0.7pp
非 GAAP 净利润率	46.3	44.5	45.9	44.3	45.7	45.7	-2.0pp	1.2pp	-0.2pp

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		
	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
收入	196,759	230,442	262,876	188,095	213,687	241,552	5%	8%	9%
毛利润	159,885	184,354	210,301	152,029	171,067	191,675	5%	8%	10%
经营利润	80,000	91,140	108,625	74,104	83,930	96,206	8%	9%	13%
净利润	71,769	79,867	94,938	66,575	73,301	83,179	8%	9%	14%
利润率 (%)									
毛利率	81.3	80.0	80.0	80.8	80.1	79.4	0.4 ppt	-0.1 ppt	0.6 ppt
经营利润率	40.7	39.5	41.3	39.4	39.3	39.8	1.3 ppt	0.3 ppt	1.5 ppt
净利润率	36.5	34.7	36.1	35.4	34.3	34.4	1.1 ppt	0.4 ppt	1.7 ppt

资料来源：公司数据、彭博、招商证券（香港）预测；数据截至2025年7月30日

图 11：收入及盈利预测摘要

百万美元	2024	2025E	2026E	24-26E CAGS	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25E	4Q25E	1Q26E
按业务板块划分的收入										
广告收入	160,632	208,564	208,564	9%	46,783	41,392	46,563	45,496	52,956	47,562
其他 Family of Apps 收入	1,722	2,690	2,690	16%	519	510	583	551	650	624
Family of Apps 收入	162,354	211,254	211,254	9%	47,302	41,902	47,146	46,047	53,606	48,185
Reality Labs 收入	2,146	2,830	2,830	10%	1,083	412	370	314	1,190	474
集团总收入	164,500	213,687	213,687	9%	48,385	42,314	47,516	46,287	54,717	48,481
同比增速										
广告收入	22%	14%	14%		21%	16%	21%	14%	13%	15%
其他 Family of Apps 收入	63%	22%	22%		55%	34%	50%	27%	25%	22%
Family of Apps 收入	22%	14%	14%		21%	16%	22%	14%	13%	15%
Reality Labs 收入	13%	23%	23%		1%	-6%	5%	16%	10%	15%
收入	22%	14%	14%		21%	16%	22%	14%	13%	15%
收入结构占比										
广告收入	98%	98%	98%		97%	98%	98%	98%	97%	98%
其他 Family of Apps 收入	1%	1%	1%		1%	1%	1%	1%	1%	1%
Family of Apps 收入	99%	99%	99%		98%	99%	99%	99%	98%	99%
Reality Labs 收入	1%	1%	1%		2%	1%	1%	1%	2%	1%
地区收入										
美国与加拿大收入	3%	3%	3%		45%	44%	43%	44%	45%	44%
欧洲收入	2%	2%	2%		24%	23%	24%	24%	24%	24%
亚洲收入	1%	1%	1%		19%	20%	20%	20%	19%	20%
其他地区收入	1%	1%	1%		12%	13%	13%	12%	12%	12%
百万美元	2024	2025E	2026E		4Q24	1Q25	2Q25	3Q25E	4Q25E	1Q26E
毛利润	134,338	184,354	210,301	16%	39,546	34,742	39,025	39,516	46,602	40,040
同比增速	23%	37%	14%		22%	17%	23%	19%	18%	15%
报告营业利润	69,380	80,000	91,140	10%	23,365	17,555	20,441	19,136	22,868	20,020
同比增速	48%	15%	14%		43%	27%	38%	10%	-2%	14%
报告净利润	62,360	71,769	79,867	9%	20,838	16,644	18,337	16,799	19,989	17,626
同比增速	59%	15%	11%		49%	35%	36%	7%	-4%	6%
非 GAAP 净利润率	79,050	91,160	102,512	9%	25,100	20,791	23,171	21,538	25,660	22,569
同比增速	49%	15%	12%		44%	31%	28%	8%	2%	9%
利润率										
毛利率	81.7%	81.3%	80.0%		81.7%	82.1%	82.1%	80.0%	81.0%	80.0%
营业利润率	42.2%	40.7%	39.5%		48.3%	41.5%		38.7%	39.7%	40.0%
净利润率	37.9%	36.5%	34.7%		43.1%	39.3%	38.6%	34.0%	34.7%	35.2%
非 GAAP 净利润率	48.1%	46.3%	44.5%		51.9%	49.1%	48.8%	46.5%	46.9%	46.6%

资料来源：公司数据、招商证券（香港）预测

图12: Meta折现自由现金流估值

百万美元	2024	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E
收入	164,500	196,759	230,442	262,876	297,247	333,139	370,033	407,313	444,275	480,149	514,119
同比增速	22%	20%	17%	14%	13%	12%	11%	10%	9%	8%	7%
调整后 EBITDA	100,284	117,055	138,557	167,398	189,285	212,141	235,635	259,374	282,912	305,756	327,388
同比增速	41%	17%	18%	21%	13%	12%	11%	10%	9%	8%	7%
调整后 EBITDA	61%	59%	60%	64%	64%	64%	64%	64%	64%	64%	64%
减: 经营资金变动	2,537	-3,435	5,959	2,906	3,286	3,682	4,090	4,502	4,911	5,307	5,683
减: 资本支出	-37,256	-71,000	-101,000	-115,000	-35,670	-38,311	-40,704	-42,768	-44,428	-45,614	-46,271
收入占比	23%	36%	44%	44%	12%	12%	11%	11%	10%	10%	9%
无杠杆自由现金流	65,565	42,619	43,517	55,304	156,901	177,512	199,021	221,109	243,395	265,449	286,800
同比增长	46%	-35%	2%	27%	184%	13%	12%	11%	10%	9%	8%
自由现金流折现 终值	38,427	35,376	40,535	103,689	105,770	106,920	107,101	106,298	104,525	101,823	3,734,228
WACC	3.5%	1.20	6.5%	11.3%	10.9%	10.9%	10.9%	10.9%	10.9%	10.9%	10.9%
无风险利率											
Beta											
股权风险溢价											
权益成本											
债务成本											
债务占比											
有效税率											
WACC	10.9%	10.9%	10.9%	10.9%	10.9%	10.9%	10.9%	10.9%	10.9%	10.9%	10.9%
每股权益价值 (百万美元)	3.0%	850,462	1,325,764	2,176,226							
永续增长率											
自由现金流现值											
终值现值											
企业价值	2,176,226										
2024 年净负债 / (现金)	-48,989										
权益价值	2,225,215										
流通股数 (百万)	2,570										
每股价值 (美元)	866										
目标价对应估值倍数	2023	2024E	2025E	2026E							
市盈率 (倍)*	42	28	24	22							
市销率 (倍)	16	14	11	10							
P/FCF (倍)	41	50	34	52							
EV/EBITDA (倍)	25	31	22	19							

资料来源: 公司数据、招商证券(香港)预测,*基于核心盈利

估值对比

公司名称	中文名称	股票代码	货币	股价	市值(十亿美元)	EV/EBITDA (倍)		市盈率(倍)	PEG*	市销率 (倍)	P/OCF (倍)	ROE (%)		2024-2026E 年复合增速			
						FY25E	FY26E					FY25E	FY26E	收入	核心净利润	EBITDA	
已覆盖公司																	
Alphabet	谷歌	GOOGL US	美元	197	2,382	14	12	17	16	1.8	6.4	17	40	35	n.a.	7	14
Amazon	亚马逊	AMZN US	美元	230	2,444	15	13	27	22	2.0	3.2	17	28	27	n.a.	17	18
META	META	META US	美元	695	1,748	19	15	19	17	1.4	7.6	17	43	38	n.a.	15	22
Spotify	Spotify	SPOT US	美元	650	136	49	35	n.a.	48	1.9	5.9	43	32	30	n.a.	30	34
Netflix	Netflix	NFLX US	美元	1,184	503	36	30	42	36	2.0	n.a.	n.a.	44	44	n.a.	16	19
Uber	Uber	UBER US	美元	88	183	22	17	23	19	0.6	3.1	21	33	30	n.a.	23	24
Lyft	Lyft	LYFT US	美元	14	6	10	7	15	12	1.1	0.8	8	56	84	50	28	25
DoorDash	DoorDash	DASH US	美元	248	105	37	27	47	33	1.0	6.8	36	23	25	1	29	31
Duolingo	多邻国	DUOL US	美元	341	16	n.a.	37	n.a.	40	1.5	n.a.	41	33	36	8	32	38
Tesla	特斯拉	TSLA US	美元	319	1,029	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	9.4	n.a.	7	9	19	42	30
Roblox	罗布乐思	RBLX US	美元	125	85	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	108	129	38	n.a.	33
未覆盖公司																	
Microsoft	微软	MSFT US	美元	513	3,815	27	21	37	34	n.a.	n.a.	28	34	29	13	14	24
Palantir	Palantir	PLTR US	美元	159	374	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	25	23	30	33	32
Adobe	Adobe	ADBE US	美元	364	154	13	12	17	16	0.6	6.0	16	61	63	9	9	8
Apple	苹果	AAPL US	美元	209	3,122	22	21	29	28	3.1	7.3	27	n.a.	n.a.	6	6	6
Shopify	Shopify	SHOP US	美元	123	160	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	11	15	21	32	34
GoDaddy	GoDaddy	GDDY US	美元	164	23	17	15	28	24	n.a.	4.4	15	156	170	8	17	11
Applovin	Applovin	APP US	美元	363	123	30	23	43	30	0.7	n.a.	38	184	157	24	33	27
Arista network	Arista network	ANET US	美元	122	153	37	32	47	40	2.9	n.a.	42	28	26	18	18	18
Salesforce	Salesforce	CRM US	美元	265	253	22	15	41	23	n.a.	6.1	19	10	14	9	41	27
Oracle	甲骨文	ORCL US	美元	251	704	31	23	n.a.	36	n.a.	n.a.	34	85	61	18	38	29
SAP	SAP	SAP US	美元	291	357	27	22	43	36	0.6	7.3	35	16	19	13	21	21
IBM	IBM	IBM US	美元	260	242	16	16	23	21	0.6	3.5	16	32	31	5	7	6
Intuit	Intuit	INTU US	美元	807	225	28	25	40	35	0.8	n.a.	35	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	977	203	43	36	n.a.	48	0.8	n.a.	40	23	21	19	21	22
ADP	ADP	ADP US	美元	311	126	22	20	31	29	n.a.	5.8	31	76	63	6	8	10
Electronic Arts	艺电	EA US	美元	156	39	20	15	35	19	n.a.	5.0	19	15	23	5	43	19
公司均值						22	21	31	29	1.1	5.9	27	32	30	13	21	22

注：股价采用 2025 年 7 月 30 日 (所有市场)；未评级公司的未来预测是基于 Visible Alpha 市场共识；资料来源：Visible Alpha、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	41,862	43,889	37,569	25,713	20,592
短期投资	23,541	33,926	37,319	41,050	45,156
应收账款	16,169	16,994	19,676	21,892	24,973
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	100,061	94,428	96,782
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	249,732	328,730
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	308,913	390,461
总资产	229,623	276,054	330,713	403,341	487,243
应付账款	4,849	7,687	7,375	9,218	10,515
应计费用	25,488	23,967	22,993	28,739	32,784
其他流动负债	1,623	1,942	2,136	2,350	2,585
流动负债	31,960	33,596	32,504	40,307	45,884
长期负债	18,385	28,826	27,673	25,736	23,934
经营租赁负债	17,226	18,292	20,121	22,133	24,347
其他非流动负债	8,884	12,703	13,338	14,005	14,705
非流动负债	44,495	59,821	61,132	61,874	62,986
总负债	76,455	93,417	93,636	102,181	108,871
总权益	153,168	182,637	237,077	301,160	378,372
净债务	47,018	48,989	47,215	41,027	41,813
净现金/(债务)*	31%	27%	20%	14%	11%

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	71,769	79,867	94,938
折旧摊销	11,177	15,498	18,524	25,089	36,002
股权激励	14,027	16,690	19,391	22,646	25,815
运营资本变化	6,811	-3,220	-3,435	5,959	2,906
经营活动净现金	71,113	91,328	106,249	133,561	159,661
资本开支	-27,045	-37,256	-71,000	-101,000	-115,000
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	-109,461	-125,105
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	-5,847	-6,575	-7,745
其他融资活动	-111	-277	0	0	0
融资活动净现金	-19,500	-40,781	-37,873	-40,366	-45,342
汇兑损益	113	-786	0	0	0
现金净变动	27,231	2,611	-9,713	-16,266	-10,786
期初现金	15,596	42,827	43,889	34,176	17,910
期末现金	41,862	43,889	34,176	17,910	7,123

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	196,759	230,442	262,876
销售成本	25,959	30,162	36,873	46,088	52,575
毛利	108,943	134,338	159,885	184,354	210,301
销售费用	12,301	11,347	13,680	16,564	18,632
技术开发费用	38,483	43,872	53,827	61,886	66,733
一般管理费用	11,408	9,739	12,378	14,765	16,311
经营利润	46,751	69,380	80,000	91,140	108,625
非 GAAP 经营利润	60,778	86,070	99,391	113,785	134,440
非 GAAP EBITDA 利润	71,278	100,284	117,055	138,557	167,398
利息收入及其他	677	1,284	1,693	1,729	1,768
税前净利润	47,428	70,664	81,693	92,868	110,393
税费	8,330	8,304	9,924	13,002	15,455
报告净利润	39,098	62,360	71,769	79,867	94,938
非 GAAP 净利润	53,125	79,050	91,160	102,512	120,753
非 GAAP 摊薄每股盈利 (美元)	20.2	30.2	35.4	40.1	47.5
基本每股盈利 (美元)	15.2	24.6	28.3	31.8	38.0
摊薄每股盈利 (美元)	14.9	23.9	27.9	31.2	37.3

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	15.7	21.9	19.6	17.1	14.1
毛利	19.2	23.3	19.0	15.3	14.1
报告经营利润	61.5	48.4	15.3	13.9	19.2
非 GAAP 经营利润	48.5	41.6	15.5	14.5	18.2
报告净利润	68.5	59.5	15.1	11.3	18.9
非 GAAP 净利润	51.0	48.8	15.3	12.5	17.8
获利能力 (%)					
毛利	80.8	81.7	81.3	80.0	80.0
报告经营利润率	34.7	42.2	40.7	39.5	41.3
非 GAAP 经营利润率	45.1	52.3	50.5	49.4	51.1
非 GAAP EBITDA 利润率	52.8	61.0	59.5	60.1	63.7
报告净利润率	29.0	37.9	36.5	34.7	36.1
非 GAAP 净利润率	39.4	48.1	46.3	44.5	45.9
ROE	38.1	47.1	43.4	38.1	35.5

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联系。

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