

## 公司报告

招商证券 (香港) 有限公司  
证券研究部

## 多邻国 (DUOL US)

## 增长潜力巨大, 印证强劲势头

- 25年二季度业绩强劲: 营收/订单收入同比增长41%/41%, 超预期5%/9%; 调整后EBITDA同比激增63%, 超预期29%
- 增长动能强劲, 打消市场此前对用户增长的担忧, 盘后股价上涨18%
- 维持增持及教育板块首选股: AI驱动的产品创新及运营杠杆持续发力, 业务前景明朗; 目标价上调至600美元

## 25年二季度业绩大超预期

多邻国25年二季度集团营收达2.52亿美元, 同比增长41%, 超预期5%; 总订单收入同比增速提升至41%, 超预期9%。订阅业务收入同比增长46%, 超预期3%。用户数据方面, 月活跃用户 (MAU) 为1.28亿 (同比增长24%), 日活跃用户 (DAU) 达4,770万 (同比增长40%), DAU/MAU比率升至37.2% (同比提升4.3个百分点)。付费用户同比增长37%至1,090万, 付费率提升至8.5% (同比提升0.8个百分点)。利润端, 毛利润同比增长39%, 毛利率为72.4% (同比下降1.1个百分点), 主因低毛利的多邻国Max业务占比提升。调整后EBITDA同比增长63%至7,860万美元, 调整后EBITDA利润率扩大至31.2% (同比提升4.2个百分点), 超预期5.8个百分点, 主要得益于AI驱动的成本优化及广告收入好于预期。二季度末净现金达11亿美元, 自由现金流同比增长61%至8,600万美元, 递延收入则同比增长48%。

## AI驱动持续的产品创新, 创造光明前景

上调业绩指引: 公司将25年三季度营收/订单收入预期中点上调至同比增长约32.5%/35.7%, 高于当前市场预测的27%/31%; 调整后EBITDA利润率指引为27.5%, 而市场共识预期为28.2%。鉴于25年上半年稳健业绩及对未来增长前景信心增强, 公司进一步将25年全年订单收入/营收增长指引上调3-4个百分点至32.5%/35.7%, 调整后EBITDA利润率指引上调0.8个百分点至28.8%。增长驱动因素包括: 1) 多邻国Max渗透率提升: 付费订阅用户占比从上季度的7%升至当前约8%; 公司强调其用户留存表现强劲 (尤其对高阶学习者), 并计划推出新的双语功能以优化初学者体验; 2) 产品升级: 例如“Energy”机制替代此前的“Heart”机制, 有助于提升用户留存率和付费转化率; 3) 创新推广活动: 如25年二季度在中国与瑞幸咖啡的成功合作, 有效推动了用户增长; 4) 新课程拓展: 公司强调, 25年一季度推出的象棋新业务总日活跃用户已突破100万, 且近期宣布收购一家游戏音乐工作室, 以助力音乐课程的产品开发; 5) 管理层指出, AI驱动研发效率显著提升: 大语言模型成本下降, 以及在美国市场对新用户可能绕过苹果应用商店的支付尝试, 这些都将成为长期利润率改善的关键贡献因素。

## 增持: 维持教育行业首选股; 目标价上调至600美元

基于多邻国强劲的业务增长前景, 我们上调了盈利预测 (图12), 预计25/26财年营收同比增长36%/28%, 非GAAP净利润同比增长47%/27%。我们认为, 多邻国已证明公司是Gen AI的主要受益者, 在营收增长和成本节约两方面均有所体现。自5月中旬以来, 多邻国股价累计回调35%, 主要因市场担忧用户增速放缓, 而我们认为公司近期的强劲业绩已打消这一顾虑。基于73倍目标市盈率 (对应2.0倍PEG, 参考36%的盈利复合年增长率, 对比同行均值2.2倍), 我们将基础情形目标价从593美元上调至600美元 (图16), 对应25/26财年基础情形94倍/73倍市盈率、乐观情形79倍/53倍市盈率。未来催化剂包括: 多邻国Max付费率提升、用户规模增长、新产品计划 (如9月中旬的DuoCon 2025活动) 及AI带来的成本节约超预期。主要风险: 1) 政策监管/地缘政治; 2) 竞争; 3) 声誉风险; 4) 汇率波动; 5) 超预期的费用支出。

## 盈利预测及估值

| 12月31日年结 (百万美元)  | 2023  | 2024  | 2025E | 2026E | 2027E |
|------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 收入               | 531   | 748   | 1,015 | 1,300 | 1,595 |
| 同比增速             | 44%   | 41%   | 36%   | 28%   | 23%   |
| 毛利润              | 389   | 544   | 727   | 929   | 1,136 |
| 调整后 EBITDA       | 94    | 192   | 294   | 401   | 541   |
| 非 GAAP 净利润       | 121   | 215   | 315   | 406   | 538   |
| 同比增速             | 479%  | 79%   | 46%   | 29%   | 32%   |
| 非 GAAP 每股盈利 (美元) | 2.6   | 4.4   | 6.4   | 8.1   | 10.7  |
| 市盈率 (倍)          | 129.3 | 72.4  | 49.6  | 38.4  | 29.0  |
| 市销率 (倍)          | 29.4  | 20.9  | 15.4  | 12.0  | 9.8   |
| EV/EBITDA (倍)    | 156.9 | 76.6  | 50.0  | 36.7  | 27.2  |
| 净资产回报率           | 20.1% | 29.1% | 35.0% | 37.6% | 40.3% |

注: 截至2025年8月6日的收盘价; 资料来源: 彭博, 公司数据, 招商证券 (香港) 预测

李怡珊, CFA

+852 3189 6122

crystalli@cmschina.com.hk

王腾杰

+852 3189 6634

tommywong@cmschina.com.hk

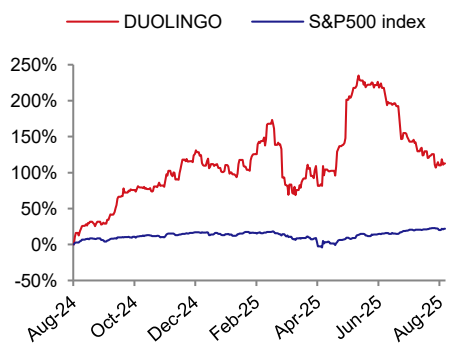
## 最新变动

25年二季度业绩更新; 盈利预测/目标价调整

## 增持

|                      |             |
|----------------------|-------------|
| 前次评级                 | 增持          |
| 股价 (2025年8月6日)       | 344美元       |
| 12个月目标价<br>(上涨/下跌空间) | 600美元(+75%) |
| 前次目标价                | 593美元       |

## 股价表现



资料来源: 彭博

| %       | 1m     | 6m     | 12m  |
|---------|--------|--------|------|
| DUOL US | (13.3) | (11.8) | 83.4 |
| S&P 500 | 1.8    | 4.3    | 18.7 |

|                       |           |
|-----------------------|-----------|
| 行业: 教育                |           |
| 标普500 (2025年8月6日)     | 6,345     |
| MSCI中国 (2025年8月6日)    | 80        |
| 重要数据                  |           |
| 52周股价区间 (美元)          | 161 - 545 |
| 市值 (百万美元)             | 15,619    |
| 日均成交量 (百万股)           | 1.08      |
| 主要股东                  |           |
| Luis von Ahn Arellano | 6.9%      |
| Severin Hacker        | 6.6%      |
| 其他股东                  | 0.7%      |
| 自由流通量                 | 85.8%     |

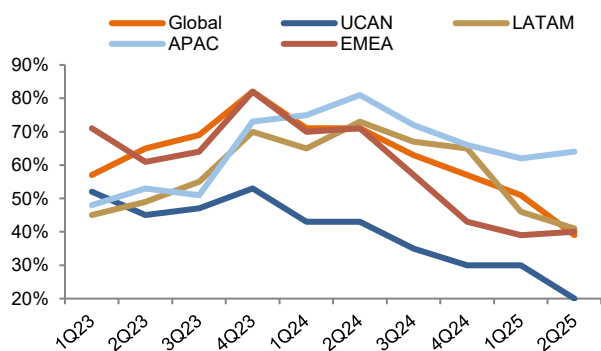
资料来源: 彭博, 招商证券 (香港)

## 相关报告

1. 多邻国 (DUOL US) - 业绩大超预期; AI创新带来强大动能 (增持) (2025/5/6)
2. 多邻国 (DUOL US) - 增长前景稳健; 25年利润率扩张或呈现前低后高 (增持) (2025/3/2)
3. 多邻国 (DUOL US) - 多重积极进展助力增长 (增持) (2025/1/7)
4. 多邻国 (DUOL US) - 三季度业绩超预期; 增长信心进一步增强 (增持) (2024/11/7)
5. 多邻国 (DUOL US) - DuoCon 2024: 万众瞩目多邻国max (增持) (2024/9/30)

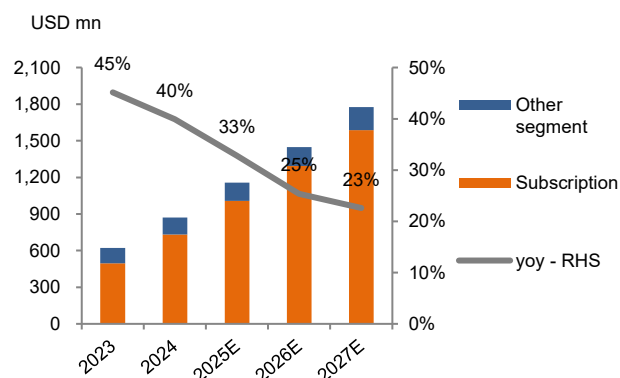
## 重点图表

图1: 多邻国在亚太、欧洲中东非及拉美市场维持了更快的日活跃用户增长



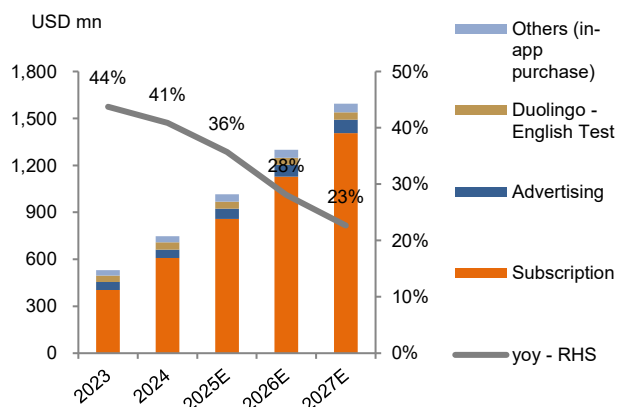
资料来源: 公司数据、Sensor Tower、招商证券 (香港)

图2: 多邻国订单收入预测



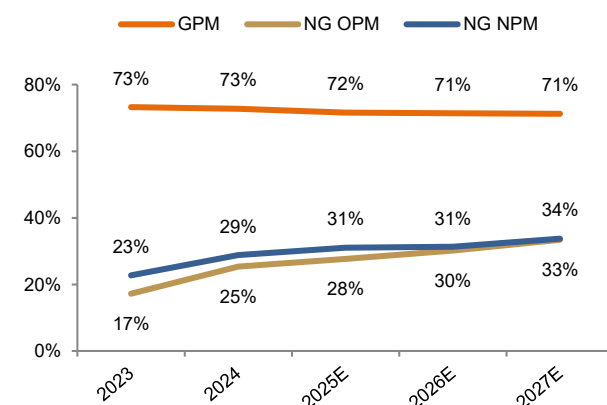
资料来源: 公司数据、招商证券 (香港) 预测

图3: 多邻国收入预测



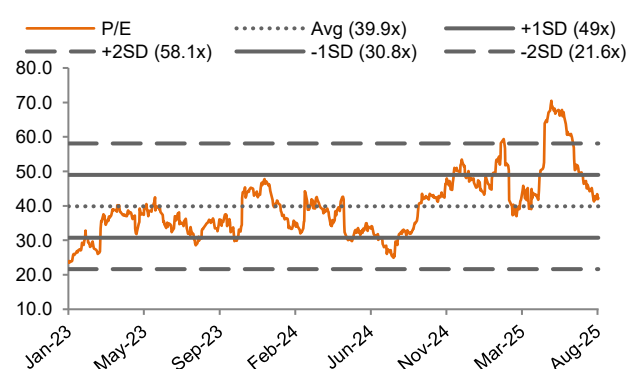
资料来源: 公司数据、招商证券 (香港) 预测

图4: 多邻国利润率预测



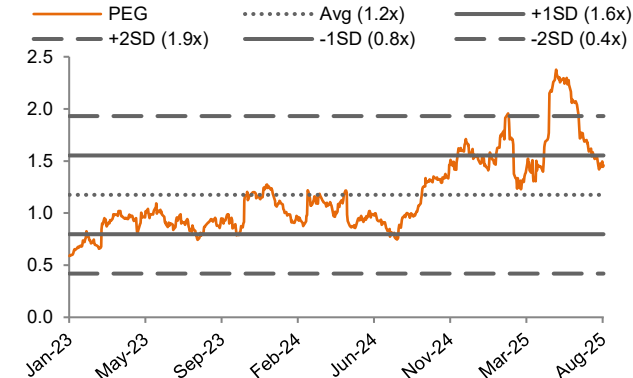
资料来源: 公司数据、招商证券 (香港) 预测

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: PEG区间



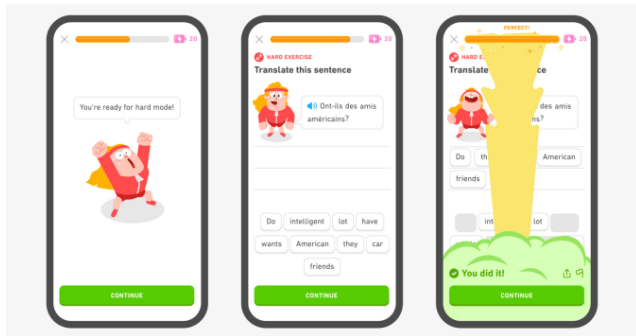
资料来源: 公司数据、彭博、招商证券 (香港) 预测

图7: 多邻国业绩与招商证券预测及一致预测对比

| 美元 (百万)         | 实际数据         |              |              | 同比         |            | 环比         |             | 招商证券预测       |           | VA 一致预测      |           |
|-----------------|--------------|--------------|--------------|------------|------------|------------|-------------|--------------|-----------|--------------|-----------|
|                 | 2Q24         | 1Q25         | 2Q25         | 1Q25       | 2Q25       | 1Q25       | 2Q25        | 2Q25         | 差异        | 2Q25         | 差异        |
| <b>经营数据</b>     |              |              |              |            |            |            |             |              |           |              |           |
| 月活跃用户 (MAU)     | 103.6        | 130.2        | 128.3        | 33%        | 24%        | 12%        | -1%         | 134.7        | -5%       | 133.6        | -4%       |
| 日活跃用户 (DAU)     | 34.1         | 46.6         | 47.7         | 48%        | 40%        | 15%        | 2%          | 49.0         | -3%       | 48.8         | -2%       |
| DAU/MAU         | 32.9%        | 35.8%        | 37.2%        | 3.6 ppt    | 4.3 ppt    | 1.1 ppt    | 1.4 ppt     | 36.4%        | 0.8ppt    | 36.5%        | 0.7ppt    |
| 付费订阅用户          | 8.0          | 10.3         | 10.9         | 39%        | 37%        | 8%         | 6%          | 10.8         | 1%        | 10.9         | 0%        |
| 付费比例            | 7.7%         | 7.9%         | 8.5%         | 0.3 ppt    | 0.8 ppt    | -0.2 ppt   | 0.6 ppt     | 8.0%         | 0.5ppt    | 8.2%         | 0.3ppt    |
| 平均每用户收入 (美元)    | 18.1         | 18.5         | 19.3         | 4%         | 7%         | 1%         | 4%          | 18.7         | 3%        | 18.8         | 3%        |
| 平均付款金额 (美元)     | 19.7         | 22.5         | 20.9         | 3%         | 6%         | -9%        | -7%         | 19.6         | 6%        | 19.3         | 8%        |
| <b>订单收入</b>     | <b>190.1</b> | <b>271.6</b> | <b>268.0</b> | <b>38%</b> | <b>41%</b> | <b>0%</b>  | <b>-1%</b>  | <b>245.4</b> | <b>9%</b> | <b>246.4</b> | <b>9%</b> |
| 订阅              | 156.5        | 232.2        | 227.3        | 44%        | 45%        | -2%        | -2%         | 211.8        | 7%        | 210.3        | 8%        |
| 其他部分            | 33.6         | 39.4         | 40.7         | 9%         | 21%        | 12%        | 3%          | 33.6         | 21%       | 36.1         | 13%       |
| <b>财务数据</b>     |              |              |              |            |            |            |             |              |           |              |           |
| <b>收入</b>       | <b>178.3</b> | <b>230.7</b> | <b>252.3</b> | <b>38%</b> | <b>41%</b> | <b>10%</b> | <b>9%</b>   | <b>239.9</b> | <b>5%</b> | <b>240.8</b> | <b>5%</b> |
| 订阅              | 143.9        | 191.0        | 210.7        | 45%        | 46%        | 10%        | 10%         | 202.6        | 4%        | 205.2        | 3%        |
| 其他部分            | 34.4         | 39.7         | 41.6         | 11%        | 21%        | 12%        | 5%          | 37.3         | 11%       | 35.5         | 17%       |
| 毛利润/ (亏损)       | 131.0        | 164.1        | 182.6        | 34%        | 39%        | 9%         | 11%         | 169.4        | 8%        | 169.9        | 7%        |
| 非 GAAP 经营利润     | 47.9         | 59.6         | 75.1         | 37%        | 57%        | 14%        | 26%         | 58.6         | 28%       | 60.0         | 25%       |
| 非 GAAP 净利润      | 53.5         | 71.1         | 86.5         | 31%        | 62%        | 36%        | 22%         | 65.9         | 31%       | 65.8         | 31%       |
| 调整后 EBITDA      | 48.1         | 62.8         | 78.6         | 43%        | 63%        | 20%        | 25%         | 61.4         | 28%       | 60.9         | 29%       |
| <b>利润率</b>      |              |              |              |            |            |            |             |              |           |              |           |
| 毛利率             | 73.4%        | 71.1%        | 72.4%        | -1.9 ppt   | -1.1 ppt   | -0.7 ppt   | 1.2 ppt     | 70.6%        | 1.8ppt    | 70.6%        | 1.8ppt    |
| 非 GAAP 经营利率     | 26.8%        | 25.8%        | 29.8%        | -0.2 ppt   | 2.9 ppt    | 0.8 ppt    | 3.9 ppt     | 24.4%        | 5.3ppt    | 24.9%        | 4.8ppt    |
| 非 GAAP 净利率      | 30.0%        | 30.8%        | 34.3%        | -1.5 ppt   | 4.3 ppt    | 5.8 ppt    | 3.5 ppt     | 27.5%        | 6.8ppt    | 27.3%        | 7.0ppt    |
| 调整后 EBITDA 利润率  | 27.0%        | 27.2%        | 31.2%        | 1.0 ppt    | 4.2 ppt    | 2.3 ppt    | 3.9 ppt     | 25.6%        | 5.6ppt    | 25.3%        | 5.8ppt    |
| <b>净现金 (负债)</b> |              |              |              |            |            |            |             |              |           |              |           |
| 净现金 (负债) 率      | 116%         | 112%         | 112%         |            |            |            |             |              |           |              |           |
| <b>自由现金流</b>    | <b>54</b>    | <b>103</b>   | <b>86</b>    | <b>29%</b> | <b>61%</b> | <b>17%</b> | <b>-16%</b> |              |           |              |           |
| <b>递延收入</b>     | <b>291</b>   | <b>415</b>   | <b>431</b>   | <b>49%</b> | <b>48%</b> | <b>11%</b> | <b>4%</b>   |              |           |              |           |

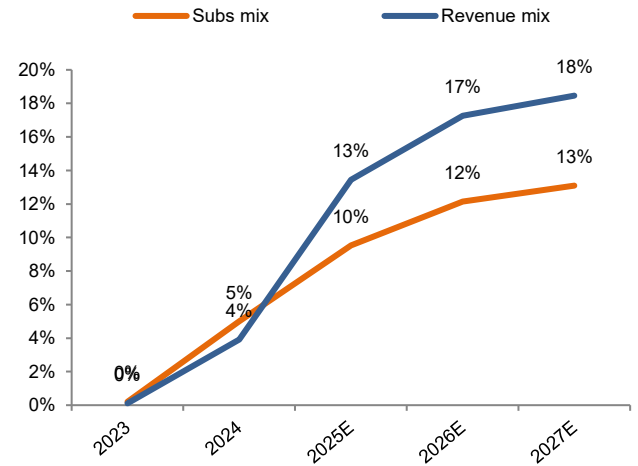
资料来源: 公司数据、Visible Alpha, 招商证券 (香港) 预测

图8: 多邻国持续进行课程研发, 课程单元数量在过去几年内迅速攀升



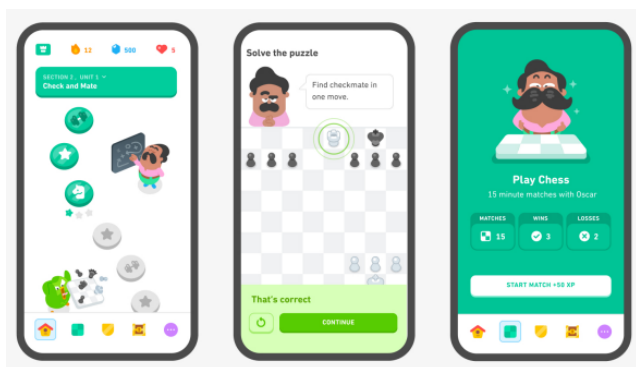
资料来源: 公司数据, 招商证券(香港); 一个课程单元指的是包含词汇和语法主题的课程集合

图9: 我们预计多邻国Max在订阅用户和收入的占比将在未来几年内迅速提升



资料来源: 公司数据, 招商证券(香港) 预测

图10: 多邻国于25年一季度推出的新国际象棋课程, 用户数量已突破100万



资料来源: 公司数据, 招商证券(香港)

图11: 多邻国收购了一家总部位于伦敦, 以音乐为核心的游戏工作室, 该工作室以热门游戏《Beatstar》和《Country Star》著称, 此举旨在增强多邻国在音乐课程开发方面的能力



资料来源: 公司数据, 招商证券(香港)

图12: 多邻国盈利预测调整

| 百万美元           | 调整前   |       |       | 调整后   |       |       | 变动     |         |         |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|--------|---------|---------|
|                | 2025E | 2026E | 2027E | 2025E | 2026E | 2027E | 2025E  | 2026E   | 2027E   |
| 收入             | 994   | 1,259 | 1,529 | 1,015 | 1,300 | 1,595 | 2%     | 3%      | 4%      |
| 毛利             | 709   | 895   | 1,084 | 727   | 929   | 1,136 | 3%     | 4%      | 5%      |
| 非 GAAP 经营利润    | 271   | 375   | 516   | 281   | 391   | 533   | 4%     | 4%      | 3%      |
| 非 GAAP 净利润     | 300   | 390   | 520   | 315   | 406   | 538   | 5%     | 4%      | 3%      |
| 调整后 EBITDA     | 282   | 385   | 525   | 294   | 401   | 541   | 4%     | 4%      | 3%      |
| <b>利润率</b>     |       |       |       |       |       |       |        |         |         |
| 毛利润率           | 71.3% | 71.1% | 70.9% | 71.6% | 71.4% | 71.2% | 0.3ppt | 0.3ppt  | 0.3ppt  |
| 非 GAAP 经营利润率   | 27.2% | 29.8% | 33.8% | 27.7% | 30.1% | 33.4% | 0.5ppt | 0.3ppt  | -0.4ppt |
| 非 GAAP 净利润率    | 30.2% | 31.0% | 34.0% | 31.0% | 31.3% | 33.7% | 0.8ppt | 0.3ppt  | -0.3ppt |
| 调整后 EBITDA 利润率 | 28.4% | 30.5% | 34.3% | 28.9% | 30.8% | 33.9% | 0.5ppt | 0.3ppt  | -0.4ppt |
| <b>收入占比</b>    |       |       |       |       |       |       |        |         |         |
| 销售费用           | 11.3% | 10.8% | 9.6%  | 11.8% | 11.0% | 10.4% | 0.5ppt | 0.2ppt  | 0.8ppt  |
| 研发费用           | 29.6% | 27.5% | 25.3% | 29.5% | 27.3% | 25.5% | 0ppt   | -0.1ppt | 0.1ppt  |
| 行政费用           | 18.7% | 17.7% | 16.6% | 18.6% | 18.2% | 16.9% | 0ppt   | 0.5ppt  | 0.3ppt  |

资料来源: 公司数据、招商证券(香港)预测

图 13: 多邻国盈利预测与 VA 一致预测对比

| 百万美元           | 2025E        |              |           | 2026E        |              |           | 2027E        |              |           |
|----------------|--------------|--------------|-----------|--------------|--------------|-----------|--------------|--------------|-----------|
|                | CMS          | VA           | 差异        | CMS          | VA           | 差异        | CMS          | VA           | 差异        |
| 月活跃用户 (MAU)    | 136.4        | 139.3        | -2%       | 170.5        | 171.1        | 0%        | 204.7        | 206.6        | -1%       |
| 日活跃用户 (DAU)    | 50.7         | 51.0         | -1%       | 66.0         | 66.6         | -1%       | 81.2         | 83.3         | -3%       |
| 付费订阅用户         | 12.4         | 12.2         | 2%        | 15.9         | 15.4         | 3%        | 19.5         | 19.5         | 0%        |
| <b>订单收入</b>    | <b>1,156</b> | <b>1,126</b> | <b>3%</b> | <b>1,449</b> | <b>1,396</b> | <b>4%</b> | <b>1,777</b> | <b>1,735</b> | <b>2%</b> |
| 订阅             | 1,007        | 976          | 3%        | 1,294        | 1,237        | 5%        | 1,588        | 1,565        | 1%        |
| 其他部分           | 149          | 149          | 0%        | 155          | 159          | -2%       | 189          | 170          | 11%       |
| <b>收入</b>      | <b>1,015</b> | <b>997</b>   | <b>2%</b> | <b>1,300</b> | <b>1,265</b> | <b>3%</b> | <b>1,595</b> | <b>1,584</b> | <b>1%</b> |
| 订阅             | 857          | 846          | 1%        | 1,128        | 1,104        | 2%        | 1,406        | 1,410        | 0%        |
| 其他部分           | 158          | 150          | 5%        | 172          | 161          | 7%        | 189          | 175          | 8%        |
| 毛利润/ (亏损)      | 727          | 711          | 2%        | 929          | 912          | 2%        | 1,136        | 1,147        | -1%       |
| 非 GAAP 经营利润    | 281          | 275          | 2%        | 391          | 396          | -1%       | 533          | 542          | -2%       |
| 非 GAAP 净利润     | 315          | 301          | 5%        | 406          | 406          | 0%        | 538          | 552          | -3%       |
| 调整后 EBITDA     | 294          | 281          | 5%        | 401          | 402          | 0%        | 541          | 553          | -2%       |
| <b>利润率</b>     |              |              |           |              |              |           |              |              |           |
| 毛利率            | 71.6%        | 71.3%        | 0.3ppt    | 71.4%        | 72.1%        | -0.6ppt   | 71.2%        | 72.4%        | -1.1ppt   |
| 非 GAAP 经营利率    | 27.7%        | 27.6%        | 0.1ppt    | 30.1%        | 31.3%        | -1.2ppt   | 33.4%        | 34.2%        | -0.8ppt   |
| 非 GAAP 净利率     | 31.0%        | 30.2%        | 0.8ppt    | 31.3%        | 32.1%        | -0.8ppt   | 33.7%        | 34.9%        | -1.1ppt   |
| 调整后 EBITDA 利润率 | 28.9%        | 28.2%        | 0.8ppt    | 30.8%        | 31.8%        | -0.9ppt   | 33.9%        | 34.9%        | -1.0ppt   |

资料来源: 公司数据、Visible Alpha、招商证券(香港)预测; VA一致预测数据截至2025年8月6日



图 14: 多邻国不同订阅计划的情形预测分析

| 百万美元                | 悲观情形         | 基础情形         | 乐观情形         | 理想情形         |
|---------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>26 财年</b>        |              |              |              |              |
| <b>Super 多邻国</b>    |              |              |              |              |
| MAU                 | 171          | 171          | 200          | 300          |
| 付费率                 | 5.6%         | 5.6%         | 5.5%         | 6.0%         |
| 订阅用户 (百万)           | 9.5          | 9.5          | 11.0         | 18.0         |
| 月均 ARPU (美元)        | 5.0          | 5.1          | 5.5          | 6.0          |
| 收入                  | 571          | 580          | 726          | 1,296        |
| <b>家庭计划</b>         |              |              |              |              |
| MAU                 | 171          | 171          | 200          | 300          |
| 付费率                 | 2.6%         | 2.6%         | 2.5%         | 3.0%         |
| 订阅用户 (百万)           | 4.4          | 4.4          | 5.0          | 9.0          |
| 月均 ARPU (美元)        | 6.0          | 6.6          | 7.0          | 8.0          |
| 收入                  | 319          | 353          | 420          | 864          |
| <b>多邻国 Max</b>      |              |              |              |              |
| MAU                 | 171          | 171          | 200          | 300          |
| 付费率                 | 1.1%         | 1.1%         | 1.5%         | 3.0%         |
| 订阅用户 (百万)           | 1.9          | 1.9          | 3.0          | 9.0          |
| 月均 ARPU (美元)        | 8.0          | 8.4          | 10.0         | 12.0         |
| 收入                  | 185          | 195          | 360          | 1,296        |
| <b>总 MAU (百万)</b>   | <b>171</b>   | <b>171</b>   | <b>200</b>   | <b>300</b>   |
| <b>总付费率</b>         | <b>9.3%</b>  | <b>9.3%</b>  | <b>9.5%</b>  | <b>12.0%</b> |
| <b>总订阅用户 (百万)</b>   | <b>15.9</b>  | <b>15.9</b>  | <b>19.0</b>  | <b>36.0</b>  |
| <b>整体 ARPU (美元)</b> | <b>5.6</b>   | <b>5.9</b>   | <b>6.6</b>   | <b>8.0</b>   |
| <b>总收入</b>          | <b>1,076</b> | <b>1,128</b> | <b>1,506</b> | <b>3,456</b> |

资料来源: 公司数据、招商证券 (香港) 预测

图 15: 多邻国 Max 敏感性测试

| Duolingo Max sensitivity analysis |      |                           |      |       |       |       |
|-----------------------------------|------|---------------------------|------|-------|-------|-------|
|                                   |      | Duolingo Max paying ratio |      |       |       |       |
| FY26E group subscription revenue  |      | 0.2%                      | 0.3% | 1.1%  | 2.1%  | 3.1%  |
| Duolingo Max ARPPU                | 6.4  | 960                       | 973  | 1,082 | 1,213 | 1,344 |
|                                   | 7.4  | 964                       | 979  | 1,105 | 1,257 | 1,408 |
|                                   | 8.4  | 968                       | 985  | 1,128 | 1,300 | 1,472 |
|                                   | 9.4  | 972                       | 991  | 1,151 | 1,344 | 1,537 |
|                                   | 10.4 | 976                       | 997  | 1,174 | 1,388 | 1,601 |

| Duolingo Max sensitivity analysis                |      |                           |      |      |      |      |
|--------------------------------------------------|------|---------------------------|------|------|------|------|
|                                                  |      | Duolingo Max paying ratio |      |      |      |      |
| FY26E group subscription revenue upside/downside |      | 0.2%                      | 0.3% | 1.1% | 2.1% | 3.1% |
| Duolingo Max ARPPU                               | 6.4  | -15%                      | -14% | -4%  | 8%   | 19%  |
|                                                  | 7.4  | -15%                      | -13% | -2%  | 11%  | 25%  |
|                                                  | 8.4  | -14%                      | -13% | 0%   | 15%  | 31%  |
|                                                  | 9.4  | -14%                      | -12% | 2%   | 19%  | 36%  |
|                                                  | 10.4 | -13%                      | -12% | 4%   | 23%  | 42%  |

资料来源: 公司数据、招商证券 (香港) 预测

## 估值

### 估值逻辑

我们基础情形的600美元目标价基于26财年盈利预测4.06亿美元及73倍目标市盈率（位于历史均值+2个标准差，约合2.0倍PEG，对比同业平均为2.2倍）。目标价对应25/26/27财年94倍/73倍/55倍基础情形下市盈率，以及79倍/53倍/39倍乐观情形下市盈率。

图16: 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              |        | 1,128  | 1,506  | 3,456   |
| 占比                |        | 87%    |        |         |
| 活跃用户数 (MAU)       |        | 171    | 200    | 300     |
| 订阅用户数             |        | 16     | 19     | 36      |
| 付费率               |        | 9.3%   | 9.5%   | 12.0%   |
| 月度平均收入每用户 (ARPPU) |        | 5.9    | 6.6    | 8.0     |
| 收入                | 1,218  | 1,300  | 1,673  | 3,840   |
| 同比增速              | 20%    | 28%    | 65%    |         |
| 相对基础情形的上行空间       | -6%    |        | 29%    | 195%    |
| 调整后 EBITDA        | 305    | 401    | 552    | 1,344   |
| 同比增速              | 4%     | 36%    | 88%    | 358%    |
| 调整后 EBITDA 利润率    | 25%    | 31%    | 33%    | 35%     |
| 相对基础情形的上行空间       | -24%   |        | 38%    | 235%    |
| 核心净利润             | 310    | 406    | 558    | 1,350   |
| 同比增速              | -1%    | 29%    | 77%    | 329%    |
| 核心净利率             | 25%    | 31%    | 33%    | 35%     |
| 相对基础情形的上行空间       | -24%   |        | 37%    | 232%    |
| 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               | 40     | 73     | 80     | 80      |
| 净利润 24-27 年复合增速   |        | 36%    | 53%    |         |
| PEG (倍)           |        | 2.0    | 1.5    |         |
| 目标权益价值            | 12,402 | 29,639 | 44,620 | 107,964 |
| 流通股数 (百万)         | 49     | 49     | 49     | 49      |
| 目标价 (美元)          | 251    | 600    | 903    | 2,186   |
| 上行空间              | -27%   | 75%    | 163%   | 536%    |
| 目标价对应倍数 - 基础情形    |        | 2025E  | 2026E  | 2027E   |
| 市盈率               |        | 94     | 73     | 55      |
| 市销率               |        | 29     | 23     | 19      |
| 目标价对应倍数 - 乐观情形    |        | 2025E  | 2026E  | 2027E   |
| 市盈率               |        | 79     | 53     | 39      |
| 市销率               |        | 24     | 18     | 14      |

资料来源: 公司数据、招商证券 (香港) 预测

图 17: 多邻国季度预测

| 百万美元               | 3Q24         | 4Q24         | 1Q25         | 2Q25         | 3Q25E        | 4Q25E        | 1Q26E        | 2Q26E        |
|--------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 月活跃用户 (MAU)        | 113.1        | 116.7        | 130.2        | 128.3        | 141.4        | 145.9        | 162.8        | 160.4        |
| 日活跃用户 (DAU)        | 37.2         | 40.5         | 46.6         | 47.7         | 52.2         | 56.5         | 60.7         | 62.0         |
| DAU/MAU            | 32.9%        | 34.7%        | 35.8%        | 37.2%        | 36.9%        | 38.7%        | 37.3%        | 38.7%        |
| 付费订阅用户             | 8.6          | 9.5          | 10.3         | 10.9         | 11.6         | 12.4         | 13.4         | 14.0         |
| 付费比例               | 7.6%         | 8.1%         | 7.9%         | 8.5%         | 8.2%         | 8.5%         | 8.2%         | 8.7%         |
| 平均每用户收入 (美元)       | 18.3         | 18.3         | 18.5         | 19.3         | 19.2         | 18.7         | 19.0         | 19.6         |
| 平均付款金额 (美元)        | 20.5         | 24.9         | 22.5         | 20.9         | 20.5         | 24.9         | 22.5         | 20.9         |
| <b>订单收入</b>        | <b>211.5</b> | <b>271.6</b> | <b>271.6</b> | <b>268.0</b> | <b>272.4</b> | <b>343.9</b> | <b>341.5</b> | <b>332.1</b> |
| 订阅                 | 176.3        | 236.5        | 232.2        | 227.3        | 238.2        | 309.3        | 302.7        | 291.0        |
| 其他部分               | 35.2         | 35.1         | 39.4         | 40.7         | 34.2         | 34.6         | 38.8         | 41.1         |
| <b>收入</b>          | <b>192.6</b> | <b>209.6</b> | <b>230.7</b> | <b>252.3</b> | <b>260.6</b> | <b>271.4</b> | <b>298.3</b> | <b>319.8</b> |
| 订阅                 | 157.6        | 174.3        | 191.0        | 210.7        | 222.7        | 232.9        | 255.2        | 274.1        |
| 广告                 | 12.8         | 14.8         | 14.9         | 18.7         | 14.8         | 17.1         | 17.1         | 21.5         |
| 多邻国英语测试            | 11.7         | 10.8         | 12.8         | 10.3         | 11.7         | 10.8         | 12.8         | 10.3         |
| 其他 (应用内虚拟商品)       | 10.5         | 9.6          | 12.1         | 12.6         | 11.5         | 10.6         | 13.3         | 13.9         |
| <b>同比增速</b>        |              |              |              |              |              |              |              |              |
| 月活跃用户 (MAU)        | 36.1%        | 32.0%        | 33.4%        | 23.8%        | 25.0%        | 25.0%        | 25.0%        | 25.0%        |
| 日活跃用户 (DAU)        | 53.7%        | 50.6%        | 48.4%        | 39.9%        | 40.2%        | 39.4%        | 30.2%        | 30.0%        |
| 付费订阅用户             | 48.3%        | 43.9%        | 39.2%        | 37.1%        | 35.1%        | 30.8%        | 30.4%        | 28.0%        |
| 平均每用户收入 (美元)       | 0.4%         | 3.1%         | 4.2%         | 6.8%         | 4.5%         | 2.2%         | 2.5%         | 1.6%         |
| <b>订单收入</b>        | <b>37.7%</b> | <b>42.2%</b> | <b>37.6%</b> | <b>41.0%</b> | <b>28.8%</b> | <b>26.6%</b> | <b>25.7%</b> | <b>23.9%</b> |
| 订阅                 | 45.3%        | 49.9%        | 43.8%        | 45.3%        | 35.1%        | 30.8%        | 30.4%        | 28.0%        |
| 其他部分               | 9.1%         | 5.6%         | 9.5%         | 21.1%        | -2.8%        | -1.3%        | -1.5%        | 1.0%         |
| <b>收入</b>          | <b>39.9%</b> | <b>38.8%</b> | <b>37.7%</b> | <b>41.5%</b> | <b>35.3%</b> | <b>29.5%</b> | <b>29.3%</b> | <b>26.7%</b> |
| 订阅                 | 48.9%        | 48.4%        | 45.0%        | 46.4%        | 41.3%        | 33.6%        | 33.6%        | 30.1%        |
| 广告                 | 10.0%        | 10.0%        | 15.0%        | 30.0%        | 15.0%        | 15.0%        | 15.0%        | 15.0%        |
| 多邻国英语测试            | 10.0%        | 0.0%         | 0.0%         | 0.0%         | 0.0%         | 0.0%         | 0.0%         | 0.0%         |
| 其他 (应用内虚拟商品)       | 10.7%        | 4.6%         | 18.6%        | 29.5%        | 10.0%        | 10.0%        | 10.0%        | 10.0%        |
| 百万美元               | 3Q24         | 4Q24         | 1Q25         | 2Q25         | 3Q25E        | 4Q25E        | 1Q26E        | 2Q26E        |
| <b>毛利润</b>         | <b>140</b>   | <b>151</b>   | <b>164</b>   | <b>183</b>   | <b>186</b>   | <b>194</b>   | <b>212</b>   | <b>231</b>   |
| 同比增速               | 38.5%        | 36.4%        | 34.1%        | 39.4%        | 32.7%        | 28.8%        | 28.9%        | 26.4%        |
| <b>非 GAAP 经营利润</b> | <b>46</b>    | <b>52</b>    | <b>60</b>    | <b>75</b>    | <b>69</b>    | <b>77</b>    | <b>83</b>    | <b>98</b>    |
| 同比增速               | 100.6%       | 57.4%        | 36.5%        | 56.8%        | 51.7%        | 47.6%        | 39.6%        | 30.7%        |
| <b>非 GAAP 净利润</b>  | <b>55</b>    | <b>52</b>    | <b>71</b>    | <b>86</b>    | <b>75</b>    | <b>82</b>    | <b>89</b>    | <b>102</b>   |
| 同比增速               | 83.3%        | 29.1%        | 31.3%        | 61.6%        | 35.7%        | 56.6%        | 24.7%        | 17.7%        |
| <b>调整后 EBITDA</b>  | <b>48</b>    | <b>52</b>    | <b>63</b>    | <b>79</b>    | <b>72</b>    | <b>80</b>    | <b>86</b>    | <b>100</b>   |
| 同比增速               | 111.1%       | 48.6%        | 42.7%        | 63.4%        | 50.5%        | 52.5%        | 36.2%        | 27.8%        |
| <b>利润率</b>         |              |              |              |              |              |              |              |              |
| 毛利率                | 72.9%        | 71.9%        | 71.1%        | 72.4%        | 71.5%        | 71.5%        | 70.9%        | 72.2%        |
| 非 GAAP 经营利润率       | 23.6%        | 25.0%        | 25.8%        | 29.8%        | 26.5%        | 28.5%        | 27.9%        | 30.7%        |
| 非 GAAP 净利润率        | 28.7%        | 25.0%        | 30.8%        | 34.3%        | 28.8%        | 30.3%        | 29.7%        | 31.8%        |
| 调整后 EBITDA 利润率     | 24.7%        | 25.0%        | 27.2%        | 31.2%        | 27.4%        | 29.4%        | 28.7%        | 31.4%        |

资料来源: 公司数据、招商证券 (香港) 预测



# 估值对比

图18: 同业对比

| 公司名称       | 股票代码     | 收盘价     | 市值         | 企业价值       | 市销率<br>(倍) | 市盈率 (倍) |       |       | PEG (倍) |       | P/FCF<br>(倍) | 24-26 年复合增速(%) |            |       |
|------------|----------|---------|------------|------------|------------|---------|-------|-------|---------|-------|--------------|----------------|------------|-------|
|            |          | (本币)    | (十亿<br>本币) | (十亿<br>本币) | FY25E      | FY25E   | FY26E | FY25E | FY26E   | FY25E | 收入           | 调整后<br>EBITDA  | 调整后净利<br>润 | 自由现金流 |
| 多邻国        | DUOL US  | 343.6   | 15.6       | 14.7       | 15.4       | 49.3    | 38.8  | 1.3   | 1.3     | 37.3  | 31.8         | 43.9           | 36.7       | 37.4  |
| Coursera   | COUR US  | 12.7    | 2.1        | 1.3        | 2.8        | 32.4    | 27.1  | 1.8   | 1.2     | 24.5  | 6.3          | 32.2           | 17.6       | 32.9  |
| Chegg      | CHGG US  | 1.1     | 0.1        | 0.1        | 0.3        | n.a.    | n.a.  | n.a.  | n.a.    | n.a.  | -25.8        | -48.0          | n.a.       | n.a.  |
| Nerdy      | NRDY US  | 1.4     |            | 0.1        | 0.9        | n.a.    | n.a.  | n.a.  | n.a.    | -10.4 | 6.8          | n.a.           | n.a.       | -85.5 |
| 教育同业均值     |          |         |            |            | 1.3        | 32.4    | 27.1  | 1.8   | 1.2     | 24.5  | 6.6          | 32.2           | 17.6       | 32.9  |
| 奈飞         | NFLX US  | 1,178.5 | 500.8      | 507.0      | 11.3       | 43.2    | 35.7  | 1.7   | 1.8     | 56.8  | 14.3         | 25.3           | 25.7       | 32.4  |
| Spotify    | SPOT US  | 572.0   | 117.7      | 128.0      | 7.0        | 94.3    | 42.4  | 1.8   | 0.6     | 38.8  | 19.1         | 46.3           | 53.4       | 28.9  |
| Shopify    | SHOP US  | 154.9   | 201.0      | 196.6      | 18.1       | 107.0   | 84.8  | 5.3   | 3.0     | 98.1  | 24.2         | 28.4           | 20.4       | 28.7  |
| ServiceNow | NOW US   | 912.3   | 189.3      | 185.6      | 14.5       | 53.5    | 44.6  | 2.6   | 2.1     | 44.7  | 19.2         | 21.8           | 20.9       | 22.6  |
| Doximity   | DOCS US  | 58.1    | 10.9       | 10.0       | -          | 38.1    | 37.2  | 1.7   | 5.0     | 40.8  | 14.8         | 21.6           | 22.3       | 32.6  |
| Oracle     | ORCL US  | 256.4   | 720.3      | 802.2      | -          | 41.7    | 36.8  | 3.6   | 2.1     | n.a.  | 12.4         | 15.4           | 11.6       | n.a.  |
| Adobe      | ADBE US  | 345.6   | 146.6      | 147.5      | 6.3        | 16.6    | 15.2  | 2.1   | 1.6     | 16.0  | 9.5          | 7.8            | 8.1        | 13.6  |
| Intuit     | INTU US  | 779.5   | 217.4      | 217.8      | 11.8       | 38.3    | 33.3  | 2.3   | 2.2     | 34.8  | 14.0         | 16.3           | 16.5       | 22.5  |
| Monday.com | MNDY US  | 258.5   | 13.3       | 11.8       | 11.4       | 65.1    | 52.5  | 3.7   | 1.9     | 42.4  | 24.4         | 23.7           | 17.5       | 16.6  |
| Meitu      | 1357 HK  | 10.4    | 6.6        | 6.2        | 11.2       | 53.4    | 39.1  | 1.2   | 1.1     | 52.5  | 26.1         | n.a.           | 44.6       | 33.0  |
| 订阅模式同业均值   |          |         |            |            | 11.5       | 55.1    | 42.2  | 2.6   | 2.1     | 47.2  | 17.8         | 23.0           | 24.1       | 25.7  |
| Meta       | META US  | 772.0   | 1,939.3    | 1,941.8    | 10.1       | 22.0    | 20.2  | 1.7   | 2.0     | 46.8  | 17.9         | 16.6           | 12.9       | -21.8 |
| 微软         | MSFT US  | 524.9   | 3,902.0    | 3,868.0    | -          | 38.3    | 33.5  | 2.6   | 2.1     | 54.5  | 14.9         | 20.7           | 14.9       | -1.5  |
| Alphabet   | GOOGL US | 196.1   | 2,376.0    | 2,316.4    | 6.1        | 17.1    | 16.0  | 1.3   | 1.8     | 36.5  | 12.0         | 16.4           | 12.9       | 8.0   |
| Palantir   | PLTR US  | 179.5   | 425.9      | 420.3      | 110.8      | 255.4   | 188.2 | 5.1   | 4.8     | 218.9 | 41.2         | 53.1           | 50.3       | 45.7  |
| Applovin   | APP US   | 390.6   | 132.2      | 135.3      | 24.3       | 35.2    | 25.8  | 0.7   | 0.7     | 40.7  | 20.8         | 44.1           | 47.3       | 43.3  |
| AI 相关公司均值  |          |         |            |            | 37.8       | 73.6    | 56.7  | 2.3   | 2.3     | 79.5  | 21.4         | 30.2           | 27.7       | 32.3  |
| 腾讯         | 700 HK   | 546.2   | 655.0      | 674.7      | 6.6        | 20.7    | 17.0  | 1.8   | 1.0     | 23.5  | 10.7         | 12.7           | 11.4       | 10.8  |
| 网易         | NTES US  | 190.1   | 75.1       | 66.3       | 5.4        | 15.0    | 14.3  | 1.2   | 2.2     | 13.5  | 8.8          | 15.2           | 12.4       | 7.4   |
| 艺电         | EA US    | 163.0   | 40.8       | 41.0       | -          | 21.8    | 19.4  | 3.7   | 1.8     | 22.0  | 2.7          | 4.2            | 5.8        | -3.6  |
| Roblox     | RBLX US  | 134.1   | 93.0       | 89.2       | 15.9       | 111.8   | 76.8  | 1.4   | 1.5     | 82.5  | 29.8         | 53.9           | 77.3       | 61.1  |
| 游戏同业均值     |          |         |            |            | 9.3        | 42.3    | 31.9  | 2.1   | 1.6     | 35.3  | 13.0         | 21.5           | 26.7       | 26.4  |
| 总体均值       |          |         |            |            | 14.6       | 53.2    | 44.6  | 2.3   | 2.0     | 48.5  | 17.5         | 24.8           | 24.3       | 34.1  |
| 总体中位数      |          |         |            |            | 10.1       | 40.0    | 33.5  | 1.9   | 1.8     | 38.8  | 14.8         | 21.5           | 17.6       | 26.4  |

注: 股价采用 2025 年 5 月 1 日; 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   | 748   | 878   | 1,135 | 1,457 | 1,872 |
| 应收账款     | 89    | 129   | 175   | 224   | 275   |
| 其他流动资产   | 61    | 95    | 100   | 105   | 110   |
| 流动资产     | 898   | 1,102 | 1,410 | 1,786 | 2,257 |
| 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 | 1,612 | 1,992 | 2,467 |
| 应付账款     | 2     | 6     | 9     | 12    | 14    |
| 递延收入     | 249   | 373   | 526   | 692   | 863   |
| 其他流动负债   | 26    | 43    | 45    | 47    | 50    |
| 总流动负债    | 277   | 422   | 580   | 751   | 927   |
| 长期债务     | 21    | 55    | 55    | 55    | 55    |
| 非流动负债    | 21    | 55    | 55    | 55    | 55    |
| 总负债      | 298   | 477   | 635   | 806   | 982   |
| 股东权益     | 656   | 825   | 976   | 1,185 | 1,485 |
| 总权益      | 954   | 1,302 | 1,612 | 1,992 | 2,467 |
| 净现金/(债务) | 748   | 878   | 1,135 | 1,457 | 1,872 |

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    | 152   | 209   | 300   |
| 折旧摊销    | 7     | 11    | 15    | 13    | 12    |
| 运营资本变化  | 35    | 76    | 110   | 120   | 123   |
| 其他      | 0     | 0     | -9    | -10   | -10   |
| 经营活动净现金 | 154   | 286   | 427   | 530   | 663   |
| 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   | -159  | -198  | -238  |
| 现金净变动   | 142   | 38    | 257   | 322   | 415   |
| 期初现金    | 608   | 750   | 878   | 1,135 | 1,457 |
| 期末现金    | 748   | 878   | 1,135 | 1,457 | 1,872 |

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   | 1,015 | 1,300 | 1,595 |
| 销售成本        | -142  | -204  | -288  | -372  | -459  |
| 毛利          | 389   | 544   | 727   | 929   | 1,136 |
| 销售费用        | -76   | -90   | -120  | -143  | -166  |
| 研发费用        | -194  | -235  | -300  | -356  | -406  |
| 行政费用        | -132  | -156  | -189  | -237  | -270  |
| 报告经营利润      | -13   | 63    | 118   | 194   | 295   |
| 非经营性收入(费用)  | 31    | 40    | 48    | 52    | 58    |
| 税前利润        | 18    | 102   | 166   | 246   | 353   |
| 税费          | -2    | -14   | -14   | -37   | -53   |
| 报告净利润       | 16    | 89    | 152   | 209   | 300   |
| 非 GAAP 经营利润 | 91    | 189   | 281   | 391   | 533   |
| 非 GAAP 净利润  | 121   | 215   | 315   | 406   | 538   |
| 调整后 EBITDA  | 94    | 192   | 294   | 401   | 541   |
| 核心每股盈利 (美元) | 2.6   | 4.4   | 6.4   | 8.1   | 10.7  |

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  | 35.7  | 28.1  | 22.7  |
| 毛利             | 44.0  | 39.9  | 33.6  | 27.7  | 22.3  |
| 报告经营利润         | -79.7 | n.a.  | 88.8  | 63.9  | 52.1  |
| 报告净利润          | n.a.  | 451.3 | 71.5  | 37.4  | 43.7  |
| 非 GAAP 经营利润    | 499.8 | 107.4 | 48.4  | 39.3  | 36.1  |
| 非 GAAP 净利润     | 478.8 | 78.5  | 46.1  | 29.1  | 32.3  |
| 调整后 EBITDA     | 506.1 | 104.9 | 53.0  | 36.5  | 34.9  |
| 利润率(%)         |       |       |       |       |       |
| 毛利率            | 73.2  | 72.8  | 71.6  | 71.4  | 71.2  |
| 报告经营利润率        | -2.5  | 8.4   | 11.6  | 14.9  | 18.5  |
| 报告净利润率         | 3.0   | 11.8  | 15.0  | 16.1  | 18.8  |
| 非 GAAP 经营利润率   | 17.2  | 25.3  | 27.7  | 30.1  | 33.4  |
| 非 GAAP 净利润率    | 22.7  | 28.8  | 31.0  | 31.3  | 33.7  |
| 调整后 EBITDA 利润率 | 17.6  | 25.7  | 28.9  | 30.8  | 33.9  |
| 有效税率(%)        | 9.6   | 13.4  | 8.6   | 15.0  | 15.0  |
| 净现金/股权比例(%)    | 78.4  | 67.4  | 70.4  | 73.2  | 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