

公司報告

Alphabet (GOOGL US)

谷歌免于最严厉处罚，分拆提案被驳回

■ 谷歌分拆提案风险解除，毋须拆售 Chrome 浏览器和 Android 操作系统
■ AI 持续进步且势头强劲：Android、YouTube、Chrome 和云服务的强大生态系统为广告业务构筑竞争护城河，尽管面临聊天机器人竞争，过去几个季度业绩仍超预期
■ 增持，与 Meta、DoorDash、Netflix 并列行业首选股：监管案胜利推动估值修复，广告业务韧性超预期，云服务、Waymo 和 YouTube 增长势头强劲

总体有利的反垄断裁决；欧盟罚款延期

联邦法官裁定谷歌可保留 Chrome 浏览器，但必须终止设备默认搜索引擎排他性合同。法院禁止谷歌签订排他性分销协议，但允许其继续向苹果等合作伙伴支付默认搜索权费用。法院还要求谷歌与竞争对手共享搜索索引和用户交互数据以促进市场竞争，谷歌对此提出上诉，认为此举将导致专利技术和产品被逆向工程，不公平地惠及对手并损害公司利益（[链接](#)）。法官否决了司法部提出的分拆提案，包括强制剥离 Chrome 或 Android。此外，因欧盟贸易专员反对及美国司法部在欧美贸易谈判期间的游说，欧盟针对谷歌的反垄断罚款被推迟，此举亦与美国总统特朗普 8 月 25 日威胁对数字税征收关税和限制芯片出口后美国潜在的报复措施有关（[链接](#)）。

谷歌 AI 持续突破，用户量激增

谷歌 DeepMind 在推进其 Gemini 大型语言模型 (LLM) 方面持续发力，同时将 AI 概览和 AI 模式功能深度整合进搜索引擎，加速用户采用。根据 Artificial Analysis 的数据，谷歌的 Gemini 与 OpenAI 的 ChatGPT 和 xAI 的 Grok 并列领导地位。据 a16z 数据，按 MAU 排名，Gemini 是全球第二大生成式 AI 网页产品和移动应用。Gemini 用户规模从今年 5 月前的不足 3 亿迅速增长至 7 月的 7 亿，增长势头良好。旗下热门产品 NotebookLM 是一款 AI 研究助手，能分析并总结用户上传文档，并结合资料来源引用确保准确性，2024 年 8 月推出，截至 7 月 MAU 达到 6,000 万。市场传闻 Gemini 3.0 将于今年年底发布，性能有望超越 GPT-5；若属实，将成为 DeepMind 的重大里程碑。

近期谷歌 AI 应用拓展外延 SaaS 市场

1) Gemini 2.5 Flash Image (Nano Banana) 是一款通过简易文本提示即可创建和修改复杂图像的 AI 图像编辑器。2) Genie 3.0 是通用型三维世界模型，能够生成互动环境。3) Google 翻译新增语言课程功能，帮助用户进行实时会话练习及语言学习，用户可设定学习目标，生成个性化课程。通过 Nano Banana 与 Google 翻译语言课程，谷歌正进军由 Adobe 及多邻国主导的外延 SaaS 市场。

估值具吸引力，反垄断风险减弱

谷歌估值在美国大型科技股中最低，考虑到广告和云业务表现稳定强劲，我们认为公司风险收益比吸引，且其他业务（如 Waymo 和 YouTube）的价值未被充分认可。我们预计 24-27 财年收入/营业利润复合年增长率分别为 12%/13%。基于折现现金流，我们将目标价上调至 270 美元，对应 25/26 财年 23 倍/22 倍非 GAAP 市盈率。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	119,806	123,487	135,725
非 GAAP 净利润	96,255	122,903	143,610	149,583	164,721
非 GAAP 每股盈利 (美元)	7.57	9.89	11.80	12.51	13.93
市销率 (倍)	10	9	8	7	6
市盈率 (倍)	27	21	18	17	16
ROE (%)	36	40	40	35	32

注：截至2025年9月2日的收盘价；资料来源：彭博，公司数据，招商證券（香港）预测

王腾杰

+852 3189 6634

tommywong@cmschina.com.hk

李怡珊, CFA

+852 3189 6122

crystalli@cmschina.com.hk

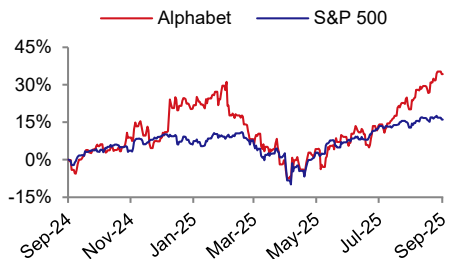
最新变动

公司最新动态

增持

前次评级	增持
股价 (2025年9月2日)	212 美元
12个月目标价 (上涨/下跌空间)	270 美元 (+27%)
前次目标价	225 美元

股价表现



资料来源：彭博

%	1m	6m	12m
GOOGL US	12.6	27.5	30.3
S&P 500	3.6	10.4	14.4

行业：TMT

纳斯达克指数 (2025年9月2日) 6,416

重要数据

52周股价区间 (美元)	141 - 215
美股市值 (十亿美元)	2,559.8
日均成交量美股/港股 (百万股)	29.99

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%

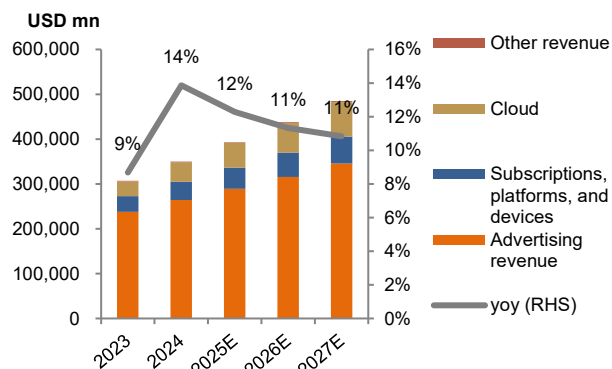
资料来源：彭博，招商證券（香港）

相关报告

- Alphabet (GOOGL US) - 广告与云服务双轮驱动二季度业绩强劲增长 (增持) (2025/7/25)
- 美国科技行业 - AI技术加速落地，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)

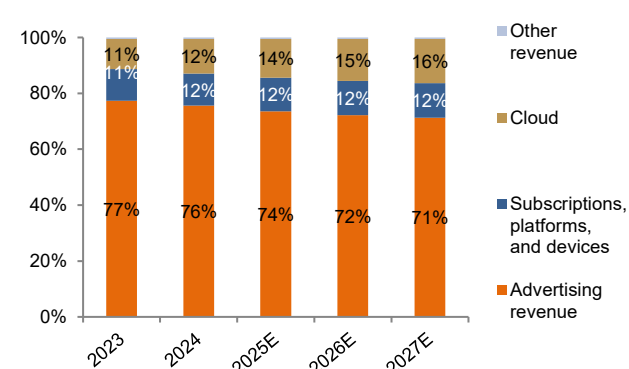
重点图表

图1: 集团收入表现



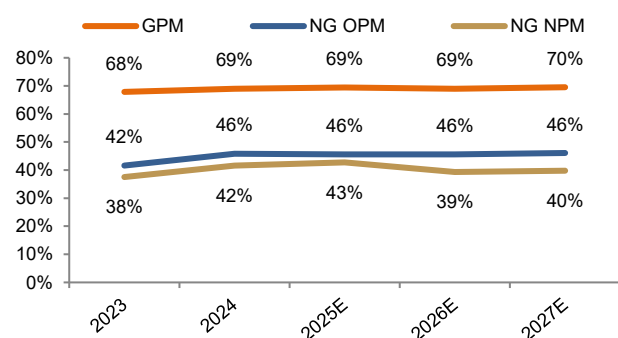
资料来源: 公司数据, 招商证券 (香港) 预测

图2: 集团按业务板块划分的收入



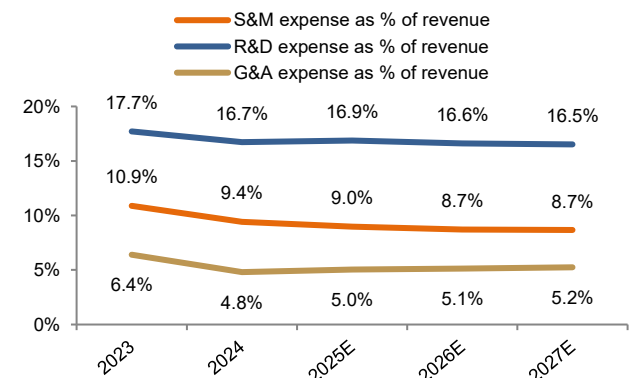
资料来源: 公司数据, 招商证券 (香港) 预测

图3: 非GAAP利润率



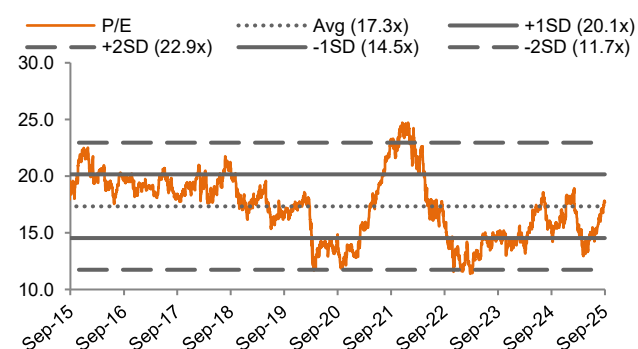
资料来源: 公司数据, 招商证券 (香港) 预测

图4: 经营费率占收入占比



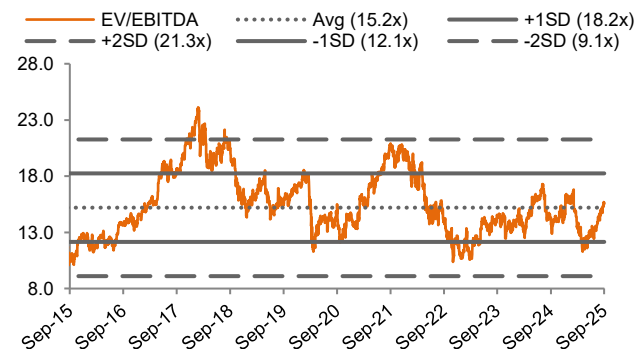
资料来源: 公司数据, 招商证券 (香港) 预测

图5: 市盈率区间



资料来源: 公司数据, 招商证券 (香港) 预测

图6: EV/EBITDA区间



资料来源: 公司数据, 招商证券 (香港) 预测

监管风险显著降低

欧盟反垄断：欧盟原计划对谷歌因其在线广告服务的滥用行为处以反垄断罚款，但在宣布前夕突然推迟。此举由于欧盟贸易专员提出反对以及美国司法部的游说。欧盟与美国正在进行贸易谈判，重点涉及关税削减。欧盟方面担心，美国可能采取报复措施，影响当前谈判中涉及的降低美国对欧盟汽车关税问题。目前尚无明确时间表说明该处罚何时会重新推进。此次事件发生在美国总统特朗普于 8 月 25 日发出警告之后。他表示，若有国家对美国科技公司征收数字税，美国将对其出口产品加征额外关税，并可能限制芯片出口。若欧盟对美国科技企业实施罚款，这些威胁可能会付诸实施。

美国反垄断：谷歌近年来卷入了两起重大反垄断案件。美国司法部指控谷歌与苹果达成协议，每年向苹果支付超过 260 亿美元，以维持其在搜索市场的主导地位，从而构成垄断行为。法院已裁定谷歌违反了反垄断法，目前正等待最终处罚结果。如果该协议被禁止，苹果将失去一大笔收入，而谷歌可能会将更多资源转向人工智能领域。另一起案件由美国司法部及多个州联合指控，认为谷歌垄断了开放网络的数字广告市场，损害了广告商和出版商的利益，谷歌可能因此被迫剥离其广告服务。这两起案件都反映出科技市场正面临日益严格的监管审查。

图7：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

Gemini 新版轻量级模型在性价比方面具有竞争力，有助于推动更多企业采用

Google 的 Gemini 2.5 Flash-Lite 模型现已全面开放使用。该模型在价格和运行速度方面具有很强的竞争力，因此更多企业愿意采用 AI。尽管新模型极为轻量，但它仍保留了 Google 的推理控制能力，并在编程、数学、科学、逻辑推理以及多模态理解等方面展现出高质量的性能。

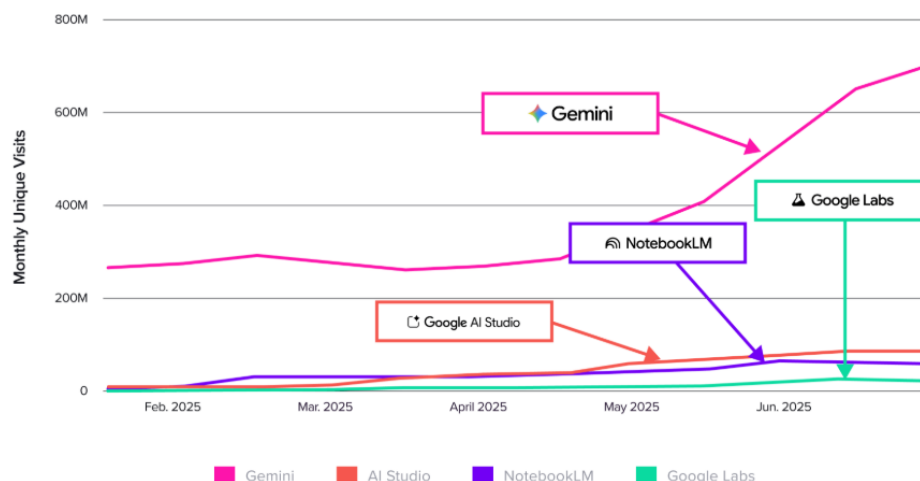
图8: Google 的 Gemini 2.5 Flash-Lite 模型现已全面上线。该模型在价格和速度方面具有强大竞争力，有助于因需求价格弹性而推动更多 AI 应用的普及

The Top 50 Gen AI Web Products, by Unique Monthly Visits				
1. ChatGPT	11. removebg	21. ElevenLabs	31. manus	41. replit
2. Gemini	12. Doubao	22. Hugging Face	32. CIVITAI	42. candy.ai
3. deepseek	13. NotebookLM	23. Lovable	33. KlingAI	43. JuicyChat
4. Grok	14. SPICYCHAT.AI	24. Crushon AI	34. cutout.pro	44. VEED
5. character.ai	15. SUNO	25. GAMMA	35. Adot	45. Hailuo AI
6. perplexity	16. QuillBot	26. CURSOR	36. DeepAI	46. Meta AI
7. Claude	17. Kimi	27. Pixelcut	37. Poe	47. Remaker
8. JanitorAI	18. PolyBuzz	28. Midjourney	38. ZeroGPT	48. Joi
9. Quark	19. SEARX.AI	29. TurboScribe	39. Google Labs	49. Monica
10. Google AI Studio	20. Qwen3	30. Photoroom	40. Leonardo.Ai	50. ourdream.ai

资料来源: 人工分析, 招商证券(香港)

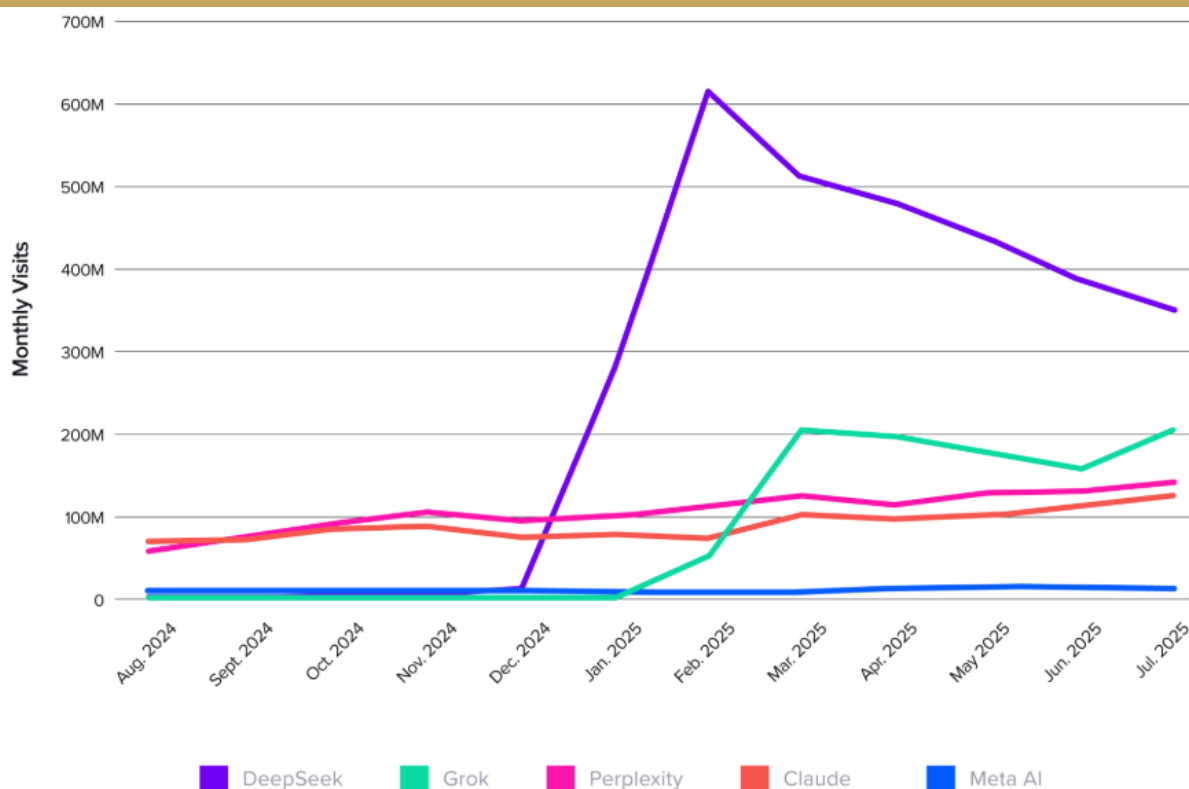
图9: 得益于更强大的LLM、AI概览和AI模式功能, Google Gemini 的月活跃用户(MAU)快速增长

Google AI Properties Traffic



资料来源: 人工分析, 招商证券(香港)

图10: 除OpenAI的ChatGPT和Google Gemini外, 其他模型在2025年3月至7月期间整体保持稳定发展, 未出现显著追赶迹象



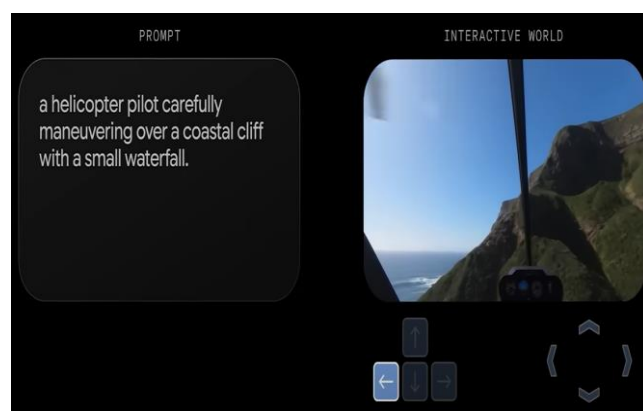
资料来源: 人工分析, 招商证券(香港)

图11: Nano Banana AI图片编辑器



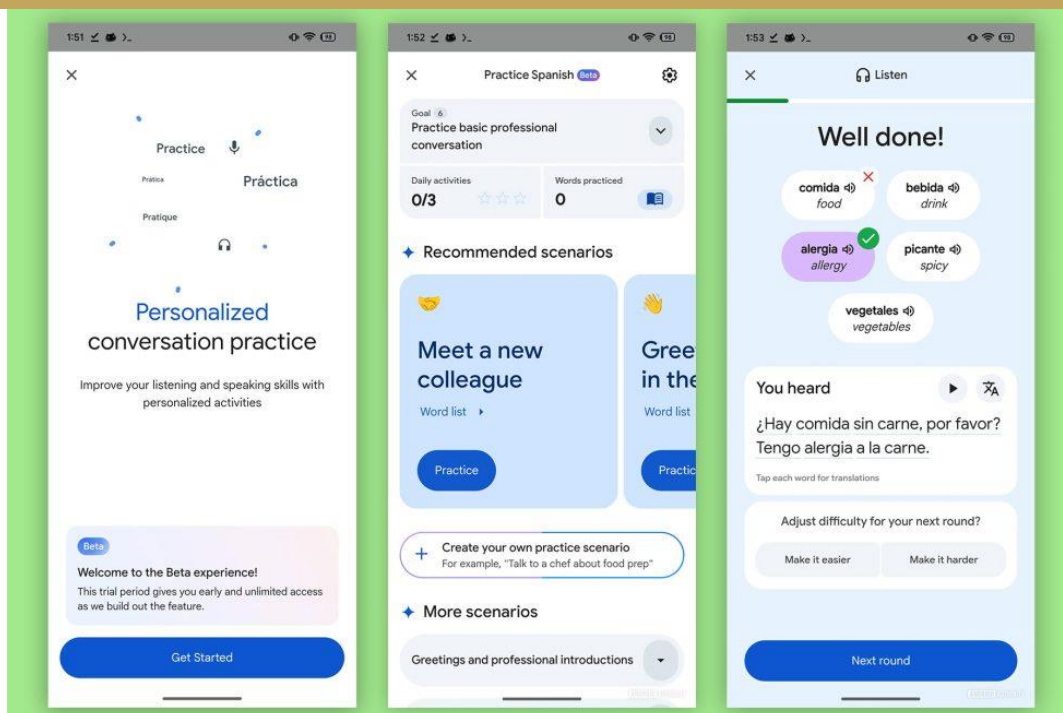
资料来源: 谷歌, 招商证券(香港)

图12: Genie 3.0交互式生成3D世界



资料来源: Droidlife, 招商证券(香港)

图13: Google翻译语言课程功能可以生成个性化的学习内容和会话练习



资料来源: ComfyUI、招商证券 (香港)

图 14: 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	157,200	192,827	223,183	247,327	272,843	298,256	323,048	346,663	368,529	388,082
减: 现金税费	22%	10%	23%	16%	11%	10%	9%	8%	7%	6%	5%
NOPAT	49%	47%	52%	54%	54%	54%	54%	54%	54%	54%	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	77,990	112,488	141,419	161,418	183,242	205,950	229,161	252,433	275,269	297,134
同比增速	-3%	0%	44%	26%	14%	14%	12%	11%	10%	9%	8%
自由现金流折现 (十亿美元)		71	94	109	114	118	122	124	125	125	123
终值 (十亿美元)											4,944

WACC	
无风险利率	3.5%
Beta	1.20
股权风险溢价	5.0%
权益成本	9.5%
债务成本	4.0%
债务占比	5.0%
有效税率	17.1%
WACC	9.2%

每股权益价值 (百万美元)	
永续增长率	3%
自由现金流现值	1,124
终值现值	2,052
企业价值	3,176
2024 年净现金 (负债)	-85
权益价值	3,261
流通股数 (百万)	12,081
每股价值	270

现金流折现敏感性测试							
WACC		永续增长率					
		2.0%	2.5%	3.0%	3.5%	4.0%	
		10.0%	136	139	143	147	153
		9.6%	144	148	153	158	164
		9.2%	153	158	270	170	178
		10.6%	125	128	131	134	138
12.0%	106	108	110	111	114		

现金流折现敏感性测试 - 对应 25 年 EV/EBITDA							
WACC		永续增长率					
		2.0%	2.5%	3.0%	3.5%	4.0%	
		10.0%	10	11	11	11	12
		9.6%	11	11	12	12	13
		9.2%	12	12	21	13	14
		10.6%	10	10	10	10	11
12.0%	8	8	8	9	9		

目标价对应估值倍数	2024	2025E	2026E	2027E
市盈率(倍)*	27	23	22	20
市销率 (倍)	11	9.8	8.7	7.9
P/FCF (倍)	42	42	29	23
EV/EBITDA (倍)	18	22	20	16

资料来源: 公司数据、招商证券 (香港) 预测; *市盈率, 非GAAP

估值对比
平台, SAAS

公司名称	中文名称	股票代码	货币	股价	市值 (十亿美元)	EV/EBITDA (X)		市盈率 (倍)		市销率(倍)		P/OCF (x)	ROE (%)			2025E-2027E CAGR		
						FY25E	FY26E	FY25E	FY26E	FY25E	FY26E		FY25E	FY25E	FY26E	收入	净利润	EBITDA
覆盖公司																		
Alphabet	谷歌	GOOGL US	美元	211	2,560	15	13	18	17	7.7	6.9	18			13	8	14	
Amazon	亚马逊	AMZN US	美元	225	2,403	15	13	27	23	3.4	3.1	17	21	19	11	20	18	
META	META	META US	美元	735	1,847	18	15	22	20	9.4	8.1	17	38	36	15	13	20	
Spotify	Spotify	SPOT US	美元	690	144	53	38	108	52	18	17	49	0	0	15	67	36	
Netflix	Netflix	NFLX US	美元	1,214	516	37	31	45	39	21	19	56	44	44	12	20	19	
Uber	Uber	UBER US	美元	93	194	23	18	24	23	9	8	21	33	30	15	13	24	
Lyft	Lyft	LYFT US	美元	17	7	11	9	14	12	9	8	7	56	84	13	15	25	
DoorDash	DoorDash	DASH US	美元	244	103	37	27	63	44	12	10	36	19	23	20	40	34	
Duolingo	多邻国	DUOL US	美元	290	13	42	30	84	56	14	12	36	16	18	24	44	36	
Tesla	特斯拉	TSLA US	美元	329	1,062	82	67	182	127	11.4	9.8	86	7	9	18	39	29	
Roblox	罗布乐思	RBLX US	美元	128	89	676	150	-79	-114	18	14	32	n.a.	n.a.	24	n.a.	21	
未覆盖公司																		
Microsoft	微软	MSFT US	美元	505	3,755	22	20	37	32	13.3	11.7	28	33	29	14	15	13	
Palantir	Palantir	PLTR US	美元	157	373	190	139	222	165	89.3	66.0	200	26	26	35	37	36	
Adobe	Adobe	ADBE US	美元	346	147	13	12	17	15	6.2	5.7	15	61	63	9	9	8	
Apple	苹果	AAPL US	美元	230	3,409	23	22	31	29	8.2	7.8	28	177	183	5	6	6	
Shopify	Shopify	SHOP US	美元	139	181	92	71	97	76	16.0	13.1	87	12	15	23	29	33	
GoDaddy	GoDaddy	GDDY US	美元	144	20	15	13	23	20	4.1	3.8	12	128	128	7	15	11	
Applovin	Applovin	APP US	美元	482	163	38	28	53	37	29.5	22.8	50	158	112	27	35	30	
Salesforce	Salesforce	CRM US	美元	253	242	21	14	39	22	6	6	18	10	14	9	41	28	
Oracle	甲骨文	ORCL US	美元	225	633	29	21	51	32	11	9	30	85	61	18	38	29	
SAP	SAP	SAP US	美元	266	327	25	21	40	33	8	7	n.a.	16	19	12	20	21	
IBM	IBM	IBM US	美元	242	225	15	15	21	20	3	3	15	34	31	4	7	6	
Intuit	Intuit	INTU US	美元	662	185	33	21	48	28	10	9	30	20	27	12	39	32	
Block	Block	SQ US	美元	76	46	13	11	28	21	2	2	26	8	10	9	28	18	
Service Now	Service Now	NOW US	美元	911	190	40	33	54	45	14	12	37	23	21	19	20	22	
ADP	ADP	ADP US	美元	300	121	19	19	30	27	6	6	25	76	61	6	8	6	
Electronic Arts	艺电	EA US	美元	171	43	22	16	38	20	7	6	21	15	n.a.	5	43	n.a.	
中位数						23	21	38	28	9.4	8.1	28.5	27	13	20	21.5	23	

注: 股价采用 2025 年 9 月 2 日 (所有市场) 收市价; 未评级公司的未来预测是基于彭博/ Visible Alpha 市场共识; 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 GAAP 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	26,218	27,362	49,096
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	178,869	195,414	229,649
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	527,867	605,301	697,976
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	397,279	468,077	555,208
总权益	283,379	325,084	397,279	468,077	555,208
净现金/(债务)	97,663	84,774	95,289	104,891	135,851
净现金/总权益	34%	26%	24%	22%	24%

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	119,806	123,487	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	161,447	171,880	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	-70,700	-77,980	-76,694
汇兑损益	-421	-612	0	0	0
现金净变动	2,169	-582	2,752	1,144	21,734
期初现金	21,879	24,048	23,466	26,218	27,362
期末现金	24,048	23,466	26,218	27,362	49,096

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	144,481	148,779	163,524
税费	11,922	19,697	24,675	25,292	27,799
报告净利润	73,795	100,118	119,806	123,487	135,725
非 GAAP 净利润	96,255	122,903	143,610	149,583	164,721
非 GAAP 每股盈利(美元)	7.6	9.9	11.8	12.5	13.9

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	19.7	3.1	9.9
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	16.8	4.2	10.1
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	35.9	33.1	32.8
非 GAAP 净利润	37.5	41.6	43.0	40.1	39.8
ROE	35.7	40.4	39.8	34.6	32.2

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。

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