

公司报告

招商证券 (香港) 有限公司
证券研究部

多邻国 (DUOL US)

2025年DuoCon要点: 打造更优质学习体验

- 多邻国 2025 年年度大会 (DuoCon) 于9月17日 (北京时间) 举行, 发布了多项全新升级与产品
- 公司重申了让教育普及化的宏伟目标; 人工智能创新与新业务领域持续推动强劲增长
- 维持增持评级及首选标的: 在可服务市场 (TAM) 不断扩大的背景下, 体验升级与经营杠杆将推动光明前景, 估值具吸引力

DuoCon 2025要点及我们的观点

用户规模: 首席执行官宣布, 目前全球月活跃用户 (MAU) 已超过1.3亿 (相比25年二季度的1.28亿), 显示用户环比增长重新转正 (缓解了MAU下滑的部分担忧)。我们认为, 这一回升应主要得益于稳定的美国用户量, 以及来自发展中国家的用户快速增长。

Duolingo Score: 多邻国致力于推动标准化的语言学习, 并推出了 Duolingo Score体系, 为用户的语言水平提供更专业的评估。与LinkedIn合作: 用户现在可以在LinkedIn个人主页上分享自己的Duolingo Score。绑定两个账号后, 用户可在LinkedIn个人主页的“语言”栏目中展示自动更新的Duolingo Score (例如“西班牙语58分”)。分数会随学习进度实时更新, 使全球雇主和招聘人员能够验证其语言能力 (图7)。

能源系统扩展: 一种基于使用时长的新模型已提升了iOS端用户的参与度, 未来将推广至Android端 (图8)。

视频通话功能升级: 该功能现已加入新的双语对话工具、游戏化元素和互动背景, 以提升用户的口语练习体验 (图9)。每个单元提供5次视频通话课程, 可通过专属标签页进入。准备阶段从轻松的话题开始, 并为拽姐的演讲配上字幕, 随后逐步移除辅助工具。课程过程中, 拽姐会帮助用户顺畅表达并即时纠正错误。练习结束后, 用户将获得新的对话复盘反馈。

国际象棋课程: 该课程于2025年5月在iOS端以英文版上线, 在25天内吸引了超过100万名学习者。目前已在iOS端提供英文和西班牙语版本, 法文、意大利文、葡萄牙文、德文、日文和中文版本即将推出, 随后会登录Android端。课程采用分阶段教学方式, 通过AI对战逐步提升学习者的技能 (图10)。

增持: 维持教育行业的首选标的; 目标价维持600美元不变

我们继续看好多邻国强劲的业务增长前景, 预计25/26财年收入同比增长36%/28%, 非GAAP净利润同比增长46%/29%。我们认为, 近期的表现已反映了市场对大语言模型 (LLM) 竞争及用户增长放缓的主要争议与担忧, 而目前多邻国估值仅为1倍PEG (26财年34倍市盈率), 我们认为估值极具吸引力。此外, 我们认为: 1) 多邻国依然具备独特的运营诀窍, 并提供更直观、用户友好的界面与学习体验; 2) 美国用户量已趋于稳定, 预计后续将有更多促销活动重新点燃用户增长; 3) AI有望带来更高的利润率提升空间, 我们的目标价维持600美元不变 (图14) 催化因素: 多邻国Max付费比例提升、用户增长、新产品举措/促销活动以及AI驱动的成本节约。主要风险: 1) 监管/地缘政治; 2) 竞争; 3) 声誉; 4) 汇率; 5) 意外成本超预期。

盈利预测及估值

12月31日年结 (百万美元)	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)	122.6	68.7	47.0	36.4	27.5
市销率 (倍)	27.9	19.8	14.6	11.4	9.3
EV/EBITDA (倍)	145.8	71.2	46.5	34.1	25.3
净资产回报率	20.1%	29.1%	35.0%	37.6%	40.3%

注: 截至2025年9月16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

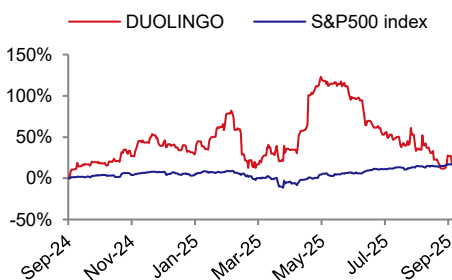
最新变动

2025 DuoCon关键点

增持

前次评级	增持
股价 (2025年9月16日)	281美元
12个月目标价 (上涨/下跌空间)	600美元(+113%)
前次目标价	600美元

股价表现



资料来源: 彭博

%	1m	6m	12m
DUOL US	(14.1)	(6.8)	4.6
S&P 500	2.4	16.4	15.9

行业: 教育

标普500 (2025年9月16日)	6,627
MSCI中国 (2025年9月16日)	81
重要数据	
52周股价区间 (美元)	212 - 545
市值 (百万美元)	12,742
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%

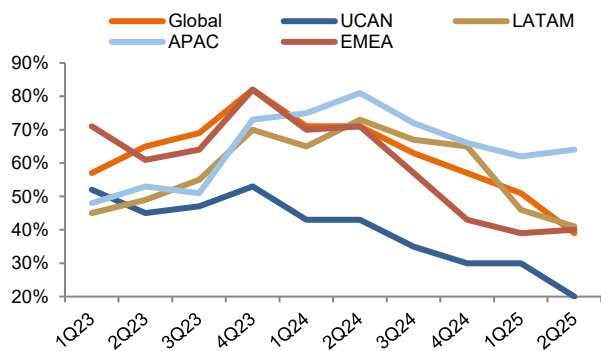
资料来源: 彭博、招商证券 (香港)

相关报告

1. 多邻国 (DUOL US) - 增长潜力巨大, 印证强劲势头 (增持) (2025/8/7)
2. 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)
3. 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)
4. 多邻国 (DUOL US) - 多重积极进展助力增长 (增持) (2025/1/7)
5. 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)
6. 多邻国 (DUOL US) - DuoCon 2024: 万众瞩目多邻国max (增持) (2024/9/30)

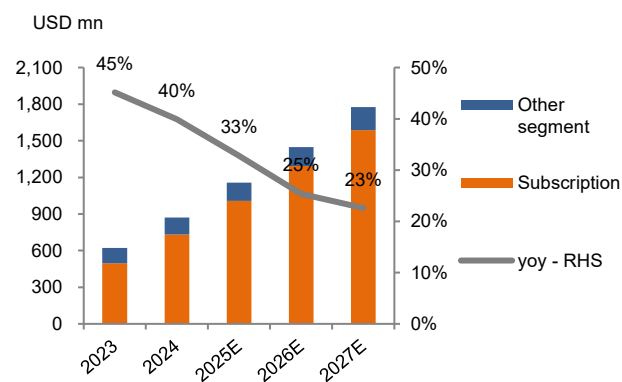
重点图表

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



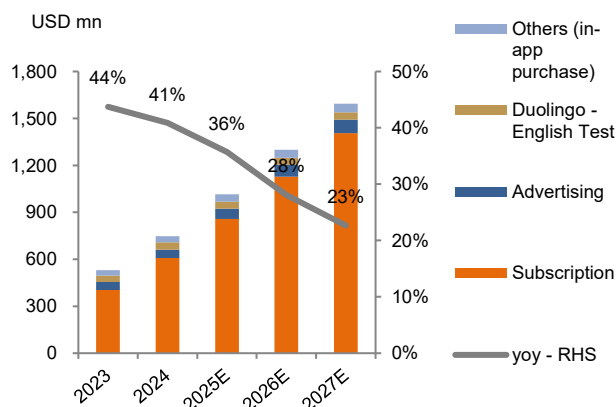
资料来源: 公司数据、Sensor Tower、招商证券(香港)

图2: 多邻国订单收入预测



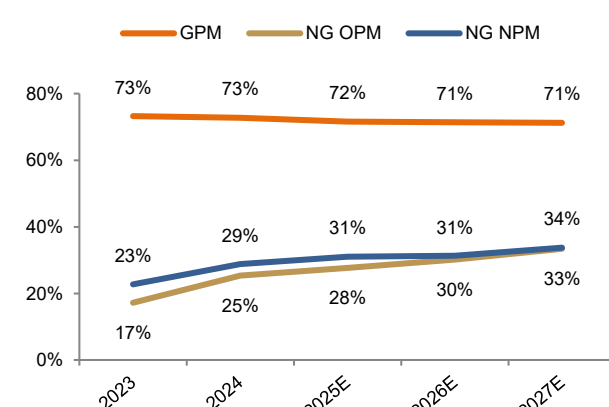
资料来源: 公司数据、招商证券(香港) 预测

图3: 多邻国收入预测



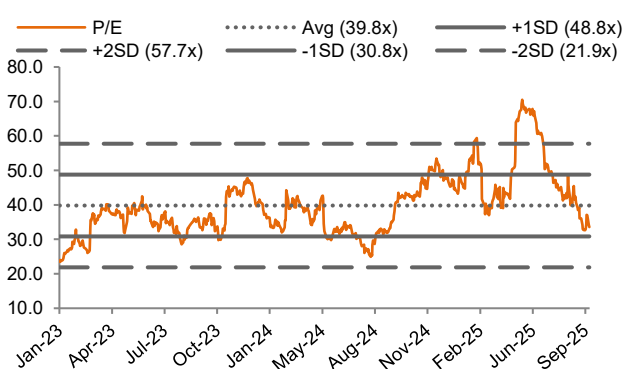
资料来源: 公司数据、招商证券(香港) 预测

图4: 多邻国利润率预测



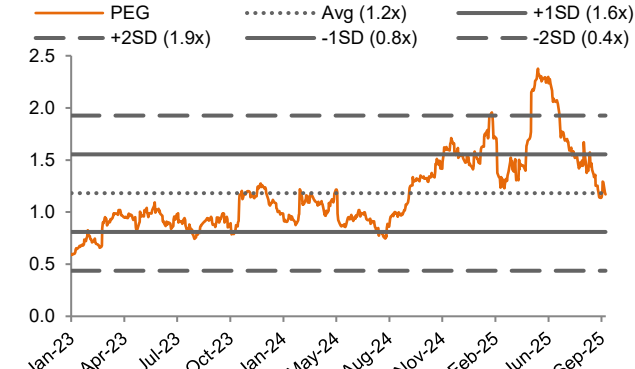
资料来源: 公司数据、招商证券(香港) 预测

图5: 市盈率区间



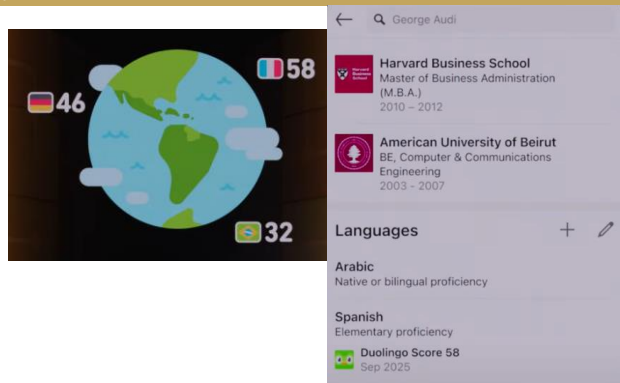
资料来源: 公司数据、彭博、招商证券(香港) 预测

图6: PEG区间



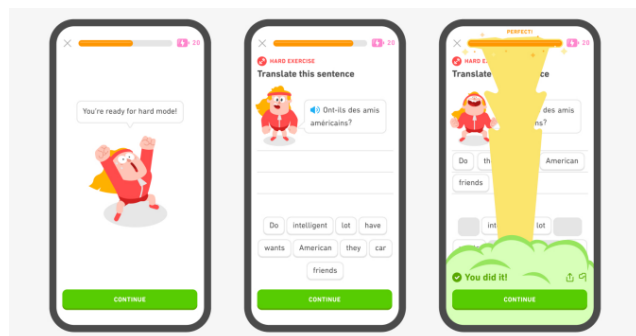
资料来源: 公司数据、彭博、招商证券(香港) 预测

图7: Duolingo Score可显示于用户的LinkedIn账户, 量化语言能力



资料来源: 公司数据、招商证券 (香港)

图8: 全新能量系统提升用户参与度



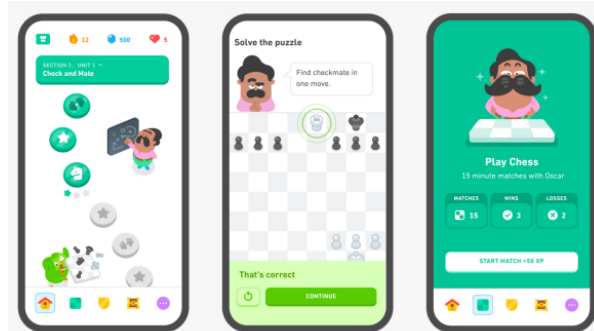
资料来源: 公司数据、招商证券 (香港)

图9: 多邻国升级“和拽姐的视频电话”功能, 支持多背景与场景



资料来源: 公司数据、招商证券 (香港)

图10: 多邻国于25年一季度推出的国际象棋课程吸引超100万用户



资料来源: 公司数据、招商证券 (香港)

图 11：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	134.0	2%	170.5	159.8	7%	204.7	191.1	7%
日活跃用户 (DAU)	50.7	50.0	1%	66.0	64.9	2%	81.2	81.6	0%
付费订阅用户	12.4	12.2	2%	15.9	15.3	4%	19.5	19.4	0%
订单收入	1,156	1,155	0%	1,449	1,438	1%	1,777	1,773	0%
订阅	1,007	1,000	1%	1,294	1,274	2%	1,588	1,605	-1%
其他部分	149	155	-4%	155	164	-6%	189	168	12%
收入	1,015	1,018	0%	1,300	1,281	1%	1,595	1,583	1%
订阅	857	859	0%	1,128	1,109	2%	1,406	1,399	1%
其他部分	158	159	-1%	172	172	0%	189	184	3%
毛利润/ (亏损)	727	731	-1%	929	927	0%	1,136	1,148	-1%
非 GAAP 经营利润	281	285	-1%	391	404	-3%	533	549	-3%
非 GAAP 净利润	315	322	-2%	406	424	-4%	538	569	-5%
调整后 EBITDA	294	294	0%	401	412	-3%	541	561	-3%
利润率									
毛利率	71.6%	71.9%	-0.2ppt	71.4%	72.4%	-0.9ppt	71.2%	72.5%	-1.3ppt
非 GAAP 经营利率	27.7%	28.0%	-0.3ppt	30.1%	31.5%	-1.4ppt	33.4%	34.7%	-1.3ppt
非 GAAP 净利率	31.0%	31.6%	-0.6ppt	31.3%	33.1%	-1.8ppt	33.7%	35.9%	-2.2ppt
调整后 EBITDA 利润率	28.9%	28.9%	0.0ppt	30.8%	32.2%	-1.3ppt	33.9%	35.4%	-1.5ppt

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9月17日

图12: 多邻国不同订阅计划的情形预测分析

百万美元				
26 财年	悲观情形	基础情形	乐观情形	理想情形
Super 多邻国				
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
家庭计划				
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
多邻国 Max				
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
总 MAU (百万)	171	171	200	300
总付费率	9.3%	9.3%	9.5%	12.0%
总订阅用户 (百万)	15.9	15.9	19.0	36.0
整体 ARPU (美元)	5.6	5.9	6.6	8.0
总收入	1,076	1,128	1,506	3,456

资料来源: 公司数据、招商证券 (香港) 预测

图13: 多邻国Max敏感性测试

多邻国 Max 敏感性测试						
		多邻国 Max 付费率				
26 财年集团订阅收入		0.2%	0.3%	1.1%	2.1%	3.1%
多邻国 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

多邻国 Max 敏感性测试						
		多邻国 Max 付费率				
26 财年集团订阅收入		0.2%	0.3%	1.1%	2.1%	3.1%
上行/下行空间	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2.1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（乐观情形关键假设：多邻国Max更高付费比例与更好利润率）。

图14：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 15: 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
订单收入	211.5	271.6	271.6	268.0	272.4	343.9	341.5	332.1
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
收入	192.6	209.6	230.7	252.3	260.6	271.4	298.3	319.8
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
同比增速								
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%
订单收入	37.7%	42.2%	37.6%	41.0%	28.8%	26.6%	25.7%	23.9%
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%
收入	39.9%	38.8%	37.7%	41.5%	35.3%	29.5%	29.3%	26.7%
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
毛利润	140	151	164	183	186	194	212	231
同比增速	38.5%	36.4%	34.1%	39.4%	32.7%	28.8%	28.9%	26.4%
非 GAAP 经营利润	46	52	60	75	69	77	83	98
同比增速	100.6%	57.4%	36.5%	56.8%	51.7%	47.6%	39.6%	30.7%
非 GAAP 净利润	55	52	71	86	75	82	89	102
同比增速	83.3%	29.1%	31.3%	61.6%	35.7%	56.6%	24.7%	17.7%
调整后 EBITDA	48	52	63	79	72	80	86	100
同比增速	111.1%	48.6%	42.7%	63.4%	50.5%	52.5%	36.2%	27.8%
利润率								
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 16: 同业对比

公司名称	股票代码	收盘价	市值	企业价值	市销率 (倍)	市盈率 (倍)		PEG (倍)		P/FCF (倍)	24-26 年复合增速(%)			
		(本币)	(十亿本币)	(十亿本币)	FY25E	FY25E	FY26E	FY25E	FY26E	FY25E	收入	调整后 EBITDA	调整后净利润	自由现金流
多邻国	DUOL US	280.7	12.9	11.9	12.7	40.9	31.6	1.1	1.0	30.9	31.8	44.5	37.4	37.9
Coursera	COUR US	11.1	1.8	1.0	2.5	28.2	23.6	1.6	1.0	21.3	6.3	32.2	17.6	32.9
Chegg	CHGG US	1.5	0.2	0.2	0.4	109.8	16.7	n.a.	n.a.	n.a.	-26.6	-43.5	n.a.	-57.6
Nerdy	NRDY US	1.3	0.2	0.1	0.8	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	-9.2	6.8	n.a.	n.a.	n.a.
教育同业均值						69.0	20.1	1.6	1.0	21.3	6.5	32.2	17.6	32.9
奈飞	NFLX US	1,200.5	510.1	516.4	11.6	44.0	36.4	1.7	1.9	57.9	14.3	25.3	25.7	32.4
Spotify	SPOT US	593.7	122.2	135.5	7.2	94.5	42.9	1.7	0.6	39.2	20.3	47.5	55.4	28.4
Shopify	SHOP US	147.2	191.3	186.6	17.1	100.6	78.2	4.5	2.5	93.2	24.5	29.2	22.3	28.6
ServiceNow	NOW US	932.0	193.4	189.7	14.8	54.6	45.7	2.6	2.2	45.7	19.2	22.3	20.8	22.6
Doximity	DOCS US	72.1	13.5	12.7	-	47.2	44.1	1.9	4.8	50.6	15.4	22.9	25.1	35.2
Oracle	ORCL US	306.7	871.4	952.2	-	50.4	43.7	4.0	2.6	n.a.	12.5	16.4	12.6	n.a.
Adobe	ADBE US	352.7	149.6	150.3	6.4	16.8	15.4	2.0	1.6	16.2	9.7	8.1	8.4	14.1
Intuit	INTU US	651.3	181.6	183.6	-	31.8	27.8	1.9	1.9	29.9	14.0	16.4	16.5	22.9
Monday.com	MNDY US	195.6	10.1	8.6	8.5	47.7	39.9	2.7	1.7	30.8	24.2	25.0	17.4	17.2
Meitu	1357 HK	8.4	5.3	5.0	9.7	39.8	30.6	0.8	0.9	47.1	23.4	n.a.	47.1	33.5
订阅模式同业均值					10.8	52.7	40.5	2.4	2.1	45.6	17.7	23.7	25.1	26.1
Meta	META US	779.0	1,957.0	1,959.4	10.2	22.2	20.4	1.7	2.1	48.3	17.8	16.5	12.9	-23.1
微软	MSFT US	509.0	3,783.8	3,749.8	-	37.2	32.5	2.5	2.1	52.8	14.9	20.6	14.9	-2.4
Alphabet	GOOGL US	251.2	3,038.9	2,979.4	7.7	22.0	20.5	1.7	2.2	47.4	12.2	16.5	12.7	6.1
Palantir	PLTR US	170.3	403.9	398.2	104.7	241.1	176.6	4.7	4.5	209.9	40.8	52.9	51.1	45.7
Applovin	APP US	603.8	204.2	206.6	37.1	55.0	34.5	0.9	0.6	61.5	24.9	49.1	58.5	48.4
AI 相关公司均值					39.9	75.5	56.9	2.3	2.3	84.0	22.1	31.1	30.0	33.4
腾讯	700 HK	619.2	742.2	769.5	7.3	21.9	18.3	1.6	1.2	26.4	12.8	15.2	14.0	11.8
网易	NTES US	222.7	87.1	80.8	6.2	16.8	16.0	1.2	2.3	15.3	9.9	16.8	14.5	9.2
艺电	EA US	172.1	43.1	43.3	-	23.0	20.3	3.8	1.8	23.2	2.7	4.5	6.1	-3.4
Roblox	RBLX US	135.8	94.2	90.4	15.9	76.2	56.7	1.3	1.4	81.4	30.7	56.0	60.1	63.6
游戏同业均值					9.8	34.5	27.8	1.9	1.7	36.6	14.0	23.1	23.7	28.2
总体均值					15.1	54.6	39.3	2.2	1.9	49.0	17.9	25.7	24.7	34.9
总体中位数					9.1	45.2	31.6	1.9	1.9	39.2	14.9	22.9	17.6	28.2

注: 股价采用 2025 年 9 月 16 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		-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」<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