

公司报告

招商证券 (香港) 有限公司
证券研究部

Netflix (NFLX US)

三季度业绩受一次性税务事件拖累

■ 2025年三季度收入同增17%，符合预期，报告营业利润同增12%，因巴西一次性税务事件导致低于预期，剔除该影响后，经调整营业利润同增33%，超预期5%。用户活跃度积极势头持续

■ 凭借自主开发的内容和技术能力，公司长期策略更侧重于有机增长，因此与华纳兄弟达成并购案的可能性较低

■ 增持：三季度因负面新闻股价回落，反而提供入场良机，公司展望乐观，2026年股价具有上涨潜力

核心收入与经调整营业利润增长势头强劲，四季度指引乐观

三季度营收 115 亿美元，同增 17%（二季度同增 16%），主要得益于用户增长和逐步提价，因去年基数较低，广告收入有望于本年实现翻倍。公司将全年收入指引降低至 451 亿美元，接近此前区间高端（448-452 亿美元）。区域表现：美洲区（UCAN）在二季度同增速度放缓至 15% 后恢复至 17%，亚太区维持最快增长，达 27%，欧洲、中东及非洲（EMEA）同增 19%。三季度报告利润受巴西一次性税务支出 6.19 亿美元拖累，使三季度营业利润率同降 1.4 个百分点至 28.1%（二季度同增 34.1%），报告净利润为 25.5 亿美元，同增 8%（二季度同增 46%），低预期 15%。剔除一次性税费后，营业利润达 39.48 亿美元，同增 33%，营业利润率则为 34%，超预期。自由现金流保持强劲向好，过去 12 个月自由现金流为 27 亿美元，同增 26%（二季度同增 25%）。2025 年四季度收入及利润指引符合预期：收入 119.6 亿美元，同增 17%；营业利润率 23.9%，营业利润同降 2%；净利润 23.55 亿美元。

用户活跃度持续上升

Netflix 三季度总观看时长加速增长，超过上半年增长速度，季度观看份额创纪录，美国市场达 8.6%，英国市场 9.4%。管理层指，Netflix 在最大市场中占总观看时长 10%，占潜在市场总支出 7%。2025 年四季度内容阵容丰富，包括热门剧集《怪奇物语》、《头号外交官》、Jake Paul 对阵 Tank 拳击比赛以及 NFL 圣诞大战等重大活动。2027 年内容规划包括《布里杰顿家族》、《艾蜜莉在巴黎》、《海贼王》、《浴血黑帮》等重量级作品。Netflix 正在加大对互动、沉浸式游戏的投资，以补充传统线性内容叙事，打进价值 1,400 亿美元的游戏市场（不含广告收入）。创新项目如《上菜了：张锡镐的晚餐煮播》支持实时投票，以及利用智能手机作为控制器，方便用户参与的派对游戏和儿童游戏，增强用户围绕电视内容的互动体验。

长期增长可见度和价值挖掘

我们预计公司四季度/25 年非 GAAP 净利润将同增 19%/19%，26 年同增 24%，主要得益于规模和利润率的提升。若实施提价，将为我们的预测带来额外上行空间。同时，我们认为管理层会在投资与利润增长之间保持审慎平衡。基于 25-27 财年盈利复合增长率，公司当前估值为 2.1 倍 26 财年 PEG，对比美国主要科技股 2.1 倍中位数。主要风险：1) 宏观环境；2) 行业竞争；3) 监管政策；4) 劳资纠纷。

盈利预测及估值

百万美元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
收入	33,723	39,001	45,053	50,060	55,376
同比增速	7%	16%	16%	11%	11%
毛利润	14,008	17,963	21,829	25,614	29,033
经营利润	6,954	10,418	13,328	16,451	19,060
净利润	5,408	8,712	10,945	13,547	15,817
非 GAAP 净利润	6,259	9,479	11,251	13,953	16,266
同比增速	12%	51%	19%	24%	17%
非 GAAP 每股盈利 (美元)	13.9	21.6	25.9	32.4	38.2
市销率 (倍)	15.6	13.5	11.7	10.5	9.5
市盈率 (倍) *	84.3	55.6	46.9	37.8	32.4
ROE (%)	26.1	38.4	41.7	45.2	45.0

注：截至2025年10月21日的收盘价；资料来源：彭博、公司数据、招商证券（香港）预测；*基于非GAAP净利润

王腾杰

+852 3189 6634

tommywong@cmschina.com.hk

李怡珊，CFA

+852 3189 6122

crystalli@cmschina.com.hk

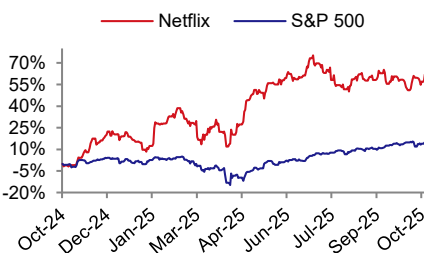
与市场的预期差

虑及公司明确的长期增长前景，相对较高的估值属合理。公司目标成为一个一体化的娱乐平台，并且提供具有防御性的消费者娱乐选择。

增持

前次评级	增持
股价 (2025年10月21日)	1,241美元
12个月目标价 (上涨/下跌空间)	1,423美元(+15%)
前次目标价	1,423美元

股价表现



资料来源：彭博

%	1m	6m	12m
NFLX US	0.9	25.4	60.4
S&P 500	1.1	30.6	15.1

行业：TMT

S&P 500 (2025年10月21日)	6,735
-----------------------	-------

重要数据

52周股价区间 (美元)	744 - 1341
美股市值 (十亿美元)	527.5
日均成交量美股 (百万股)	2.96

主要股东

Hastings Wilmot	0.5%
其他股东	0.2%
自由流通量	99.3%

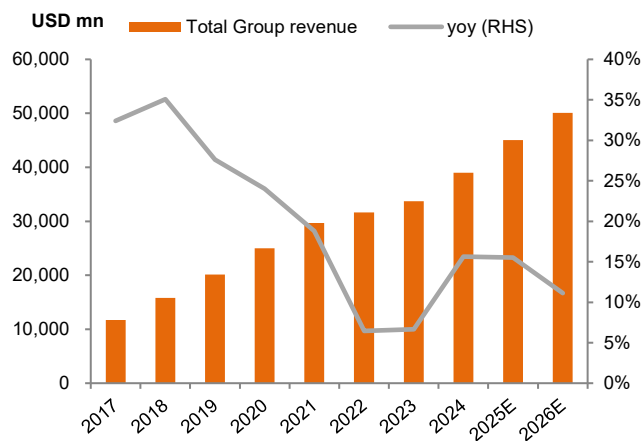
资料来源：彭博、招商证券（香港）

相关报告

- Netflix (NFLX US) - 强劲内容储备推动四季度增长 (增持) (2025/10/15)
- Netflix (NFLX US) - 二季度业绩超预期，上调全年营收指引，下半年内容阵容强劲 (增持) (2025/7/18)
- Netflix (NFLX US) - 提价助长一季度业绩超预期 (增持) (2025/4/22)

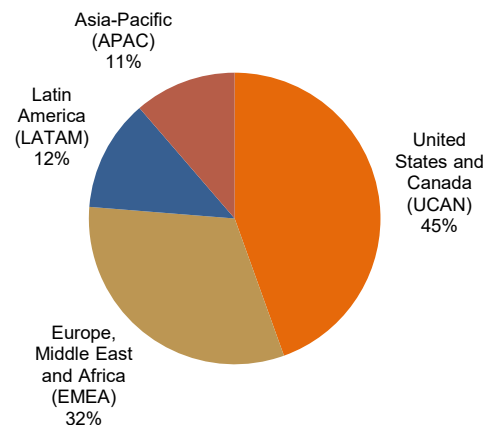
重点图表

图1: 收入表现



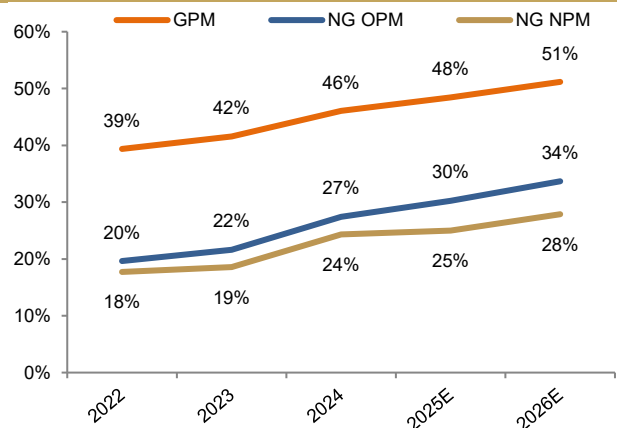
资料来源: 公司数据, 招商证券 (香港) 预测

图2: 集团25财年分地区收入



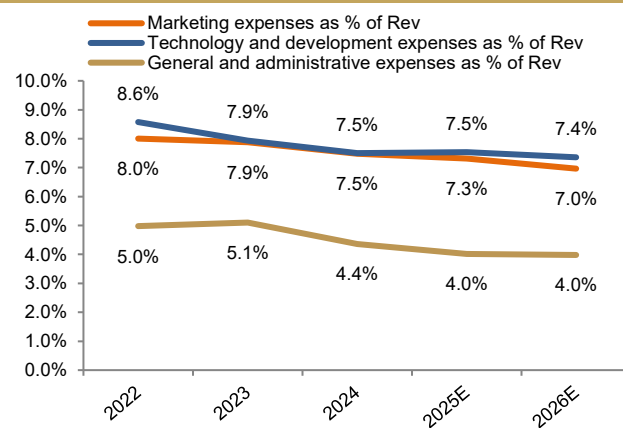
资料来源: 公司数据, 招商证券 (香港)

图3: 非GAAP利润率



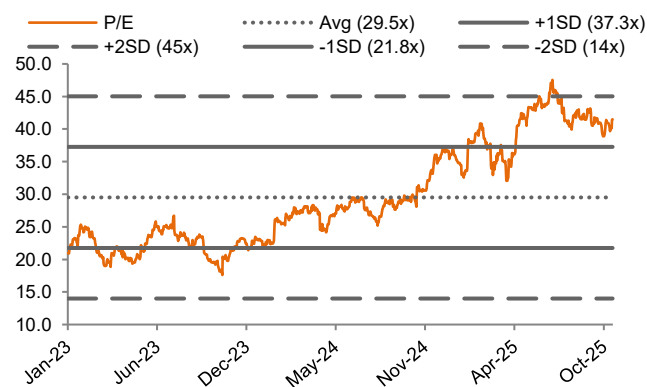
资料来源: 公司数据, 招商证券 (香港) 预测

图4: 经营费率



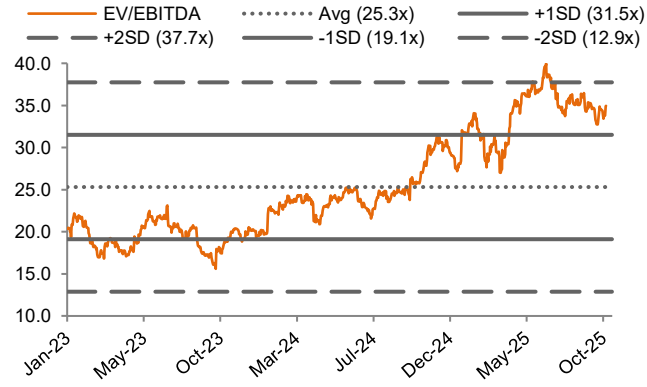
资料来源: 公司数据, 招商证券 (香港) 预测

图5: 市盈率区间, 维持在历史平均水平



资料来源: 公司数据, 彭博, 招商证券 (香港)

图6: EV/EBITDA区间, 维持在历史平均水平



资料来源: 公司数据, 彭博, 招商证券 (香港)

Netflix 与华纳兄弟达成并购案的可能性较低

- 华纳兄弟宣布，因收到包括 Paramount Skydance 在内的多方收购意向，正在评估出售整个公司的可能性（[链接](#)）。
- Netflix 管理层重申其战略重心在于有机投资与选择性并购，明确表示对收购传统电视网络及大规模整合不感兴趣。公司优先发展原创内容和技术整合，以驱动用户增长和留存。整体而言，Netflix 认为娱乐市场竞争激烈，大规模并购带来的优势有限。
- 此外，Netflix 计划竞标获得欧冠联赛全球独家直播权，每轮精选一场赛事进行播放。此举契合其电视/直播内容 + 广告变现战略，也反映出公司在并购上更偏好获取特定内容/IP，而非平台能力整合（[链接](#)）。
- 据媒体报道，Netflix 和 Comcast 是正在分析收购该传媒娱乐集团部分业务的潜在买家之一。

三季度巴西一次性税务支出影响

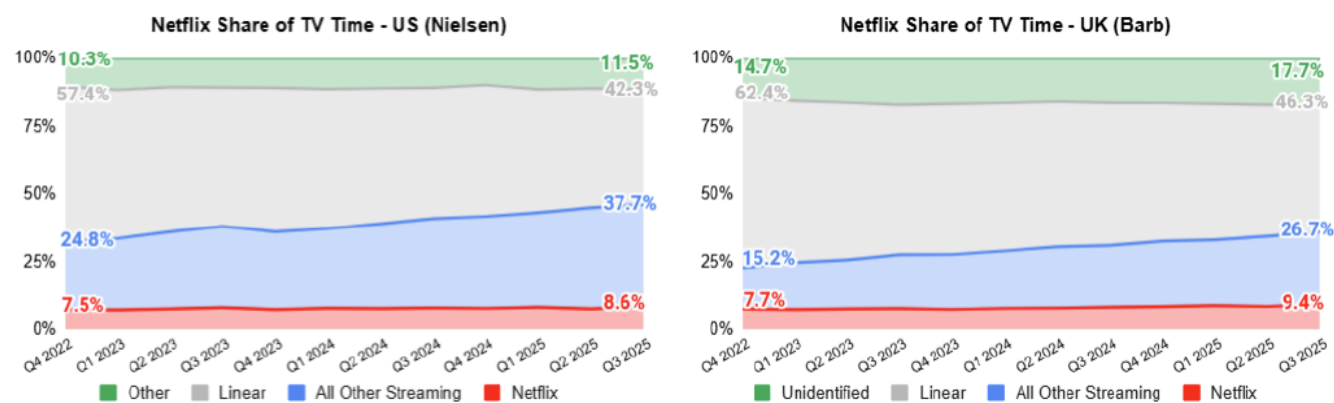
- Netflix 在巴西面临一项 6.19 亿美元的税务争议，涉及“经济领域干预税”（CIDE），该税针对巴西实体向境外收款方支付的服务费用征收 10% 的税率。该税适用范围广泛，并非专门针对 Netflix 或流媒体服务。
- Netflix 原本在 2022 年获得法院裁定可免征 CIDE 税。然而，巴西联邦最高法院于 2025 年 8 月扩大了该税的适用范围，涵盖不涉及技术转移的服务付款。该税项为一次性义务，目前 Netflix 尚未支付。
- Netflix 已将该项税务支出计入 2022 年至 2025 年三季度的收入成本中，其中约 20% 归属于 2025 年，其余部分则对应 2022 至 2024 年的累计金额。
- CIDE 是一项联邦税收，适用于非居民所收取的特许权使用费及行政、技术服务费用。该税由巴西本地实体支付，境外收款方无法抵扣，同时不适用于不涉及技术转移的软件许可付款（[链接](#)）。
- 剔除该税务支出影响，经营利润和经营利润率将反映出更强的盈利能力。CIDE 税虽增加了报告成本，但并未直接影响流媒体收入。

图7: Netflix四季度重要赛事



资料来源: 媒体报道、Netflix、招商证券 (香港)

图8: Netflix在美国与英国的电视时间份额, 持续增长



资料来源: Netflix、招商证券 (香港)

图 9: Netflix 25 年三季度业绩表现

百万美元	3Q24	2Q25	3Q25	2Q25 yoy	3Q25 yoy	2Q25 qoq	3Q25 qoq	实际数据与招商证券预测对比		实际数据与彭博一致预测对比	
								3Q25E	% diff	3Q25E	% diff
净营业额	9,825	11,079	11,510	16%	17%	5%	4%	11,050	4.2%	11,525	-0.1%
营业成本	-5,120	-5,325	-6,164	3%	20%	1%	16%	-5,514	-12%		
毛利润	4,705	5,754	5,346	31%	14%	9%	-7%	5,536	-3%	5,714	-6%
经营利润	2,909	3,775	3,248	45%	12%	13%	-14%	3,669	-11%	3,632	-11%
调整后经营利润	2,975	3,856	3,948	44%	33%	13%	2%	3,748	5%		
税前收入	2,703	3,632	3,109	44%	15%	13%	-14%	3,541	-12%		
税费	-339	-506	-562	38%	66%	57%	11%	-460	-22%		
报告净利润	2,364	3,125	2,547	46%	8%	8%	-19%	3,081	-17%	3,000	-15%
非 GAAP 净利润	2,557	3,206	2,628	36%	3%	8%	-18%	3,160	-17%		
总现金	9,224	8,391	9,324								
总负债	15,981	14,453	14,463								
净现金 (负债)	-6,757	-6,063	-5,139								
净现金 (负债) / 权益	-30%	-24%	-20%								
利润率 (%)											
毛利率	47.9	51.9	46.4	6.1pp	-1.4pp	1.9pp	-5.5pp	50.1	-3.7pp	49.6	-3.1pp
经营利润率	29.6	34.1	28.2	6.8pp	-1.4pp	2.3pp	-5.9pp	33.2	-5.0pp	31.5	-3.3pp
归母净利润率	24.1	28.2	22.1	5.7pp	-1.9pp	0.8pp	-6.1pp	27.9	-5.8pp	26.0	-3.9pp

资料来源: 公司数据、彭博、招商证券 (香港) 预测

图 10: Netflix 盈利预测调整

百万元人民币	调整后		调整前		变动*	
	FY25E	FY26E	FY25E	FY26E	FY25E	FY26E
收入	45,053	50,060	45,127	50,143	-0.2%	-0.2%
毛利润	21,829	25,614	22,159	25,295	-1.5%	1.3%
经营利润	13,328	16,451	13,897	16,196	-4.1%	1.6%
非 GAAP EBITDA 利润	13,958	17,194	14,524	16,940	-3.9%	1.5%
归母净利润	10,945	13,547	11,688	13,576	-6.4%	-0.2%
主要经营数据和利润率 (%)						
毛利率	48.5	51.2	49.1	50.4	-0.7ppt	0.7ppt
经营利润	29.6	32.9	30.8	32.3	-1.2ppt	0.6ppt
归母净利润	24.3	27.1	25.9	27.1	-1.6ppt	0.0ppt
非 GAAP EBITDA 利润率	31.0	34.3	32.2	33.8	-1.2ppt	0.6ppt

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 11: 利润及利润率预测

USD mn	2024	2025E	2026E	2027E	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25E	1Q26E	2Q26E
总收入	39,001	45,053	50,060	55,376	10,543	11,079	11,510	11,921	11,854	12,265
同比增速	16%	16%	11%	11%	13%	16%	17%	16%	12%	11%
毛利润	17,963	21,829	25,614	29,033	5,280	5,754	5,346	5,450	6,055	6,492
同比增速	28%	22%	17%	13%	20%	31%	14%	22%	15%	13%
报告经营利润	10,418	13,328	16,451	19,060	3,347	3,775	3,248	2,958	3,904	4,323
同比增速	50%	28%	23%	16%	27%	45%	12%	30%	17%	15%
非 GAAP 经营利润	10,690	13,634	16,857	19,510	3,419	3,856	3,948	3,030	4,022	4,446
同比增速	47%	28%	24%	16%	26%	44%	33%	30%	18%	15%
报告净利润	8,712	10,945	13,547	15,817	2,890	3,125	2,547	2,382	3,205	3,570
同比增速	61%	26%	24%	17%	24%	46%	8%	27%	11%	14%
非 GAAP 净利润	9,479	11,251	13,953	16,266	2,962	3,206	2,628	2,454	3,324	3,692
同比增速	51%	19%	24%	17%	18%	36%	3%	19%	12%	15%
利润率										
毛利率	46.1%	48.5%	51.2%	52.4%	50.1%	51.9%	46.4%	45.7%	51.1%	52.9%
报告经营利润率	26.7%	29.6%	32.9%	34.4%	31.7%	34.1%	28.2%	24.8%	32.9%	35.2%
非 GAAP 经营利润率	27.4%	30.3%	33.7%	35.2%	32.4%	34.8%	34.3%	25.4%	33.9%	36.2%
报告净利润率	22.3%	24.3%	27.1%	28.6%	27.4%	28.2%	22.1%	20.0%	27.0%	29.1%
非 GAAP 净利润率	24.3%	25.0%	27.9%	29.4%	28.1%	28.9%	22.8%	20.6%	28.0%	30.1%

资料来源: 公司数据、彭博、招商证券 (香港) 预测

图 12: 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		
	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
收入	45,053	50,060	55,376	45,071	50,945	56,876	0%	-2%	-3%
毛利	21,829	25,614	29,033	22,149	25,889	30,002	-1%	-1%	-3%
经营利润	13,328	16,451	19,060	13,629	16,614	19,983	-2%	-1%	-5%
净利润	13,958	17,194	19,860	14,259	17,343	20,826	-2%	-1%	-5%
非 GAAP 净利润	10,945	13,547	15,817	11,383	13,889	16,731	-4%	-2%	-5%
	11,251	13,953	16,266	11,586	14,022	16,644	-3%	0%	-2%
利润率 (%)									
毛利率	48.5	51.2	52.4	49	51	53	-0.7 ppt	0.3 ppt	-0.3 ppt
经营利润率	29.6	32.9	34.4	30	33	35	-0.7 ppt	0.3 ppt	-0.7 ppt
净利润率	31.0	34.3	35.9	32	34	37	-0.7 ppt	0.3 ppt	-0.8 ppt
非 GAAP 净利润率	24.3	27.1	28.6	25	27	29	-1 ppt	-0.2 ppt	-0.9 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10月21日

图13: Netflix折现现金流估值

百万美元	2024	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E
收入	39,001	45,053	50,060	55,376	61,256	67,381	74,120	81,531	87,646	92,467	97,553
同比增速	16%	16%	11%	11%	11%	10%	10%	10%	8%	6%	6%
EBIT	10,418	13,328	16,451	19,382	22,052	25,605	29,648	33,428	36,811	39,761	42,923
减: 现金税费	-1311	-1836	-2139	-2,713	-3,308	-4,097	-5,040	-6,017	-6,626	-7,157	-7,726
NOPAT	9,107	11,493	14,313	16,668	18,744	21,508	24,608	27,411	30,185	32,604	35,197
加: 折旧与摊销	15,630	15,849	16,673	19,022	21,278	23,448	25,543	27,578	29,523	31,360	33,101
加: 股权激励	273	306	406	436	467	499	532	568	592	606	620
减: 经营资金变动	-22	-74	2	-277	-306	-337	-371	-408	-438	-462	-488
减: 资本支出	-17,442	-18,399	-19,396	-20,082	-20,793	-21,486	-22,202	-22,942	-23,516	-23,947	-24,386
无杠杆自由现金流	7,545	9,175	11,997	15,767	19,391	23,632	28,110	32,206	36,346	40,160	44,045
自由现金流利润率		22%	31%	31%	23%	22%	19%	15%	13%	10%	10%
自由现金流折现终值		8,460	10,200	12,359	14,015	15,749	17,273	18,247	18,988	19,345	19,562
											1,028,274

WACC	
无风险利率	3.0%
Beta	1.15
股权风险溢价	5.0%
权益成本	8.8%
债务成本	4.4%
债务占比	6%
有效税率	13%
WACC	8.5%

每股权益价值 (百万美元)	
永续增长率	4%
自由现金流现值	154,199
终值现值	456,694
企业价值	610,893
2024 年净现金 (负债)	-5,999
权益价值	616,892
流通股数 (百万)	433
每股价值	1,423

现金流折现敏感性测试						
		永续增长率				
		3.0%	3.5%	4.0%	4.5%	5.0%
WACC	6.0%	1,512	1,736	2,072	2,632	n.a.
	7.0%	1,077	1,177	1,311	1,499	1,780
	8.5%	748	788	1,423	899	979
	9.0%	670	700	736	780	835
	10.0%	562	581	602	627	657

现金流折现敏感性测试 - 对应 25 年 EV/EBITDA						
		永续增长率				
		3.0%	3.5%	4.0%	4.5%	5.0%
WACC	6.0%	22	26	31	39	n.a.
	7.0%	16	17	19	22	26
	8.5%	11	12	21	13	14
	9.0%	10	10	11	11	12
	10.0%	8	8	9	9	10

目标价对应估值倍数	2024	2025E	2026E	2027E
市盈率 (倍)*	65	55	44	38
市销率 (倍)	16	14	12	11
P/FCF (倍)	82	67	51	39
EV/EBITDA (倍)	23	21	18	16

资料来源: 公司数据、招商证券 (香港) 预测; *基于非GAAP净利润计算

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)		市销率(倍)	ROE (%)		2025E-2027E 年复合增速			26E 倍数/25-27E 年复合增速	
						FY25E	FY26E	FY25E	FY26E	FY26E	FY25E	FY26E	SALES	NP	EBITDA	PEG	PSG
大型科技公司																	
NVIDIA	英伟达	NVDA US	美元	181	4,402	52	34	60	40	44	109	89	46	47	50	0.8	0.95
Alphabet	谷歌	GOOGL US	美元	250	3,034	17	15	21	20	8	31	28	11	7	13	2.9	0.71
Microsoft	微软	MSFT US	美元	518	3,848	22	19	36	33	11	33	29	15	15	14	2.1	0.75
Apple	苹果	AAPL US	美元	263	3,900	27	25	35	33	9	177	180	6	7	7	5.0	1.52
Amazon	Amazon	AMZN US	美元	222	2,368	15	12	26	21	3	29	27	10	17	19	1.2	0.31
META	META	META US	美元	733	1,842	18	15	22	19	8	38	35	16	12	21	1.7	0.52
Tesla	特斯拉	TSLA US	美元	443	1,472	112	91	254	180	13	7	9	18	40	29	4.5	0.77
中位数						22	19	35	33	9	33	29	15	15	19	2.1	0.75
社交媒体/娱乐																	
META	META	META US	美元	733	1,842	18	15	22	19	8	38	35	16	12	21	1.7	0.52
Pinterest	Pinterest	PINS US	美元	34	23	16	13	20	17	5	14	13	15	20	21	0.8	0.32
Reddit	Reddit	RDDT US	美元	206	38	49	33	58	40	14	14	18	32	38	44	1.1	0.43
Snap	Snap	SNAP US		8	13	28	19	29	21	2	n.a.	n.a.	11	36	42	0.6	0.19
Netflix	Netflix	NFLX US	美元	1,241	527	37	31	47	38	11	42	45	11	17	20	2.1	0.97
Spotify	Spotify	SPOT US	美元	689	144	54	38	61	46	6	32.8	32.8	13	29	36	1.6	0.49
Roku	罗库	ROKU US	欧元	97	14	34	24	571	105	5	1	5	12	247	40	0.4	0.45
Roblox	罗布乐思	RBLX US	美元	133	92	676	150	-84	-96	15	n.a.	n.a.	27	-34	23	n.a.	0.58
Duolingo	多邻国	DUOL US	美元	318	15	46	33	46	36	13	35	38	25	31	35	1.2	0.51
Disney	迪士尼	DIS US	美元	114	206	13	11	19	18	2	11	9	5	7	10	2.4	0.36
Comcast	康卡斯特	CMCSA US	美元	30	111	5	5	7	7	1	18	16	2	-4	1	n.a.	0.72
Warner Bros. Discovery	华纳兄弟探索	WBD US	美元	20	50	10	9	53	-222	1	5	1	1	-76	1	n.a.	2.06
Universal Music	环球音乐	UMG NA	美元	23	50	16	15	23	20	n.a.	40	35	8	12	11	1.7	n.a.
Live Nation Ent.	理想国演艺	LYV US	美元	157	37	17	15	118	53	39	13	52	10	69	12	0.8	4.06
Paramount Skydance	Paramount Skydance	PSKY US	美元	17	18	11	10	19	19	1	6	8	2	14	4	1.3	0.38
Warner Music	华纳音乐	WMG US	美元	33	17	15	14	35	23	26	79	91	6	32	10	0.7	4.51
中位数						17	15	32	21	6	16	26	11	18	20	1.2	0.51

注: 股价采用 2025 年 10 月 21 日 (所有市场); 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	7,117	7,805	7,605	7,581	9,920
短期投资	21	1,779	890	1,334	1,112
其他流动资产	2,780	3,517	3,517	3,517	3,517
总流动资产	9,918	13,100	12,012	12,432	14,548
内容资产	31,658	32,452	35,066	37,862	40,359
物业、厂房及设备	1,491	1,594	1,530	1,457	1,420
其他非流动资产	5,664	6,484	6,808	7,148	7,506
总非流动资产	38,814	40,530	43,403	46,467	49,285
总资产	48,732	53,630	55,415	58,898	63,833
短期负债	400	1,784	1,606	1,445	1,301
流动内容负债	4,466	4,394	4,482	4,571	4,663
递延收入	1,443	1,521	1,802	2,002	2,215
应收账款, 费用	2,551	3,056	3,085	3,134	3,210
流动负债	8,861	10,755	10,975	11,153	11,389
非流动内容负债	2,578	1,781	1,781	1,781	1,781
递延收入 - 非流动	14,143	13,798	12,419	11,177	10,059
其他非流动负债	2,561	2,552	2,552	2,552	2,552
非流动负债	19,283	18,131	16,752	15,510	14,392
总负债	28,144	28,887	27,727	26,663	25,781
总权益	20,588	24,744	27,688	32,235	38,052
净债务	-7,405	-5,999	-5,530	-3,707	-328
净现金/(债务)*	-36%	-24%	-20%	-11%	-1%

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	5,408	8,712	10,945	13,547	15,817
新增内容资产	-13,140	-17,003	-18,000	-19,000	-20,000
折旧摊销	14,554	15,630	15,849	16,673	17,951
运营资本变化	452	22	74	-2	22
经营活动净现金	7,274	7,361	8,868	11,218	13,790
资本开支	-349	-440	-399	-396	-411
其他	890	-1,742	890	-445	222
投资活动净现金	542	-2,182	491	-840	-189
融资活动净现金	-5,951	-4,074	-9,558	-10,402	-11,262
汇兑损益	83	-416	0	0	0
现金净变动	1,948	689	-199	-25	2,339
期初现金	5,171	7,119	7,807	7,608	7,584
期末现金	7,119	7,807	7,608	7,584	9,922
自由现金流	6,926	6,922	8,470	10,823	13,379

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	33,723	39,001	45,053	50,060	55,376
销售成本	-19,715	-21,038	-23,224	-24,446	-26,342
毛利	14,008	17,963	21,829	25,614	29,033
销售费用	-2,658	-2,918	-3,297	-3,487	-3,757
技术开发费用	-2,676	-2,925	-3,395	-3,683	-4,033
一般管理费用	-1,720	-1,702	-1,809	-1,993	-2,183
报告经营利润	6,954	10,418	13,328	16,451	19,060
非 GAAP 经营利润	7,293	10,690	13,634	16,857	19,510
非 EBITDA 利润	7,650	11,019	13,958	17,194	19,860
税前净利润	6,205	9,966	12,693	15,571	18,180
税费	-797	-1,254	-1,748	-2,024	-2,363
报告净利润	5,408	8,712	10,945	13,547	15,817
非 GAAP 净利润	6,259	9,479	11,251	13,953	16,266
非 GAAP 每股盈利(美元)	13.9	21.6	25.9	32.4	38.2

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	6.7	15.6	15.5	11.1	10.6
毛利	12.5	28.2	21.5	17.3	13.4
报告经营利润	23.5	49.8	27.9	23.4	15.9
报告净利润	20.4	61.1	25.6	23.8	16.8
非 GAAP 经营利润	17.5	46.6	27.5	23.6	15.7
非 GAAP 净利润	11.8	51.4	18.7	24.0	16.6
获利能力 (%)					
毛利	41.5	46.1	48.5	51.2	52.4
报告经营利润	21.6	27.4	30.3	33.7	35.2
非 GAAP 经营利润	16.0	22.3	24.3	27.1	28.6
报告净利润	18.6	24.3	25.0	27.9	29.4
非 GAAP 净利润	26.1	38.4	41.7	45.2	45.0

投资评级定义

行业投资评级	定义
推荐	预期行业整体表现在未来 12 个月优于市场
中性	预期行业整体表现在未来 12 个月与市场一致
回避	预期行业整体表现在未来 12 个月逊于市场

公司投资评级	定义
增持	预期股价在未来 12 个月上升 10%以上
中性	预期股价在未来 12 个月上升或下跌 10%或以内
减持	预期股价在未来 12 个月下跌 10%以上

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明:(i)本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对所评论的证券和发行人的看法;(ii)该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相关系。

监管披露

有关重要披露事项,请参阅本公司网站之「披露」网页 <http://www.newone.com.hk/cmshk/gb/disclosure.html> 或 <http://www.cmschina.com.hk/Research/Disclosure>。

免责声明

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