

公司报告

招商证券 (香港) 有限公司
证券研究部

Uber (UBER US)

三季度业绩表现强劲, 更多增长领域增量投资

■ 三季度 (营收及调整后 EBITDA) 增长强劲, 符合预期: 现金收入同比增长 21%, 其中配送业务增速更快, 达到 25%, 主要受杂货和零售业务推动, 总运行率已达到 120 亿美元, 占配送 GB 约 12%

■ 管理层明确了六大战略重点, 重点强调客户跨平台交叉销售、人类司机与自动驾驶供应能力提升, 以及利用人工智能提升用户体验

■ 维持增持评级, 目标价下调至 121 美元: 我们认为 Uber 的增长故事依然完整, 拥有巨大的总可用市场机会, 但市场对其近期增长机会投资可能持过于悲观的态度

2025 年三季度业绩强劲, 利润增速放缓以便再投资增长

集团 25 年三季度总现金收入/收入同比增长 21%/20% (二季度同比增长 17%/18%), 符合预期。其中, 出行业务现金收入同比增长 20%, 外卖业务现金收入同比增长 25%。总行程数同比增长 22% 至 35 亿次, 用户数同比增长 12% 至 1.81 亿人。调整后 EBITDA 同比增长 33%, EBITDA 利润率达 16.8%, 较二季度持平, 过去几个季度利润率有显著提升。调整后 EBITDA 利润率占总现金收入 4.5%, 较 2024 年三季度的 4.1% 有所提升。四季度指引超预期: 总现金收入预计在 522.5 亿美元至 537.5 亿美元之间, 同比增幅约为 19.9% 至 21.6%; 调整后 EBITDA 指引为 24.1 亿美元至 25.1 亿美元, 平均同比增长 32%, 均高于市场共识中值。中期来看, Uber 表示将放缓利润率扩张速度, 更多地投资于多个增长机会, 重点包括出行和配送的跨平台交叉销售、提升服务的可负担性以及扩展杂货和零售业务 (G&R), 同时承诺实现年度利润增长。鉴于过去几年快速扩张的节奏, 利润率扩张放缓在预期之内 (我们预计 2025 至 2027 年平均每年利润率提升 1.2 个百分点, 低于 2023 至 2025 年的 3 个百分点)。我们倾向于相信管理层能持续推动盈利增长, 不过更侧重于收入增长而非利润率扩张。此外, 鉴于市场机会充足, 我们预计不会出现中国市场那样的恶性价格战。

新六大战略重点, 布局混合出行未来

Uber 明确了六大战略重点: 提升终身客户体验; 构建由车队和自动驾驶车辆组成的混合出行未来; 拓展超过 10 万亿美元的本地零售市场, 超越食品配送; 赋能多任务零工劳动力; 成为商家增长引擎; 以及利用生成式人工智能提升用户体验和运营效率。在自动驾驶领域, Uber 最近宣布与多家合作伙伴建立或更新自动驾驶供应链合作, 包括 NVIDIA (全球)、Lucid+Nuro (美国) 和 WeRide (沙特阿拉伯), 通过将 Uber 平台与合作伙伴的硬件和车辆供应相结合, 推动自动驾驶长期去中心化的发展趋势, 这与当前行业集中化趋势形成对比。

长期增长前景不变

鉴于市场渗透率、使用频率、国际化扩张以及利润率提升的长期空间, 我们仍然看好 Uber 的发展前景。我们根据最新业绩对预测进行了小幅调整。由于 EBITDA 利润率略微下调, 我们的 DCF 目标价微幅下调至 121 美元, 对应 2025/26 年预测非 GAAP 市盈率分别为 23 倍和 32 倍。关键风险: 1) 宏观经济和消费者支出; 2) 自动驾驶同行带来的竞争; 3) Uber 平台上的自动驾驶车辆可能引发安全相关的负面新闻或品牌风险; 4) 行业竞争加剧; 5) 监管风险。

盈利预测及估值

12 月 31 日年结, 百万美元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
收入	37,281	43,978	51,752	59,956	69,065
同比增长	17%	18%	18%	16%	15%
经营利润	1,110	2,799	5,579	8,031	10,474
调整后 EBITDA	4,052	6,510	8,685	10,764	13,303
同比增长	137%	61%	33%	24%	24%
调整后净利润 (CMS)	2,162	4,680	8,614	8,445	10,873
非 GAAP 每股盈利 (美元)	1.03	2.18	4.01	3.93	5.06
市销率 (倍)	5.3	4.5	3.8	3.3	2.8
非 GAAP 市盈率 (倍) *	91.0	42.0	22.8	23.3	18.1
EV/调整后 EBITDA	49.6	30.8	23.1	18.7	15.1
ROAE (%)	23.3	28.5	31.3	22.2	22.5

注: 截至 2025 年 11 月 4 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

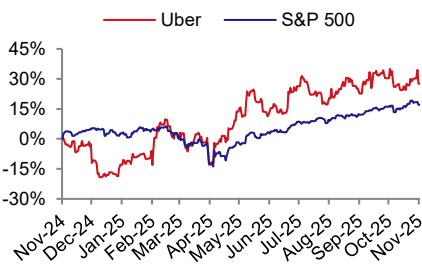
与市场的预期差

我们认为自动驾驶 (AV) 对 Uber 来说更多是机遇而非威胁, 短期内都不太可能对其基本面表现产生实质性影响

增持

前次评级	增持
股价 (2025 年 11 月 4 日)	94.7 美元
12 个月目标价 (上涨/下跌空间)	121 美元 (+28%)
前次目标价	125 美元

股价表现



资料来源: 彭博

%	1m	6m	12m
Uber US	3.2	16.7	36.1
S&P 500	2.0	21.3	19.9

行业: TMT

S&P 500 (2025 年 11 月 4 日)	6,772
重要数据	
52 周股价区间 (美元)	59 - 102
美股市值 (十亿美元)	196.7
日均成交量美股 (百万股)	13.87
主要股东	
PUBLIC INVESTMENT FUND	3.5%
TOYOTA MOTOR CORP	0.2%
其他	0.2%
总股数 (百万股)	2,101
自由流通量	96.1%

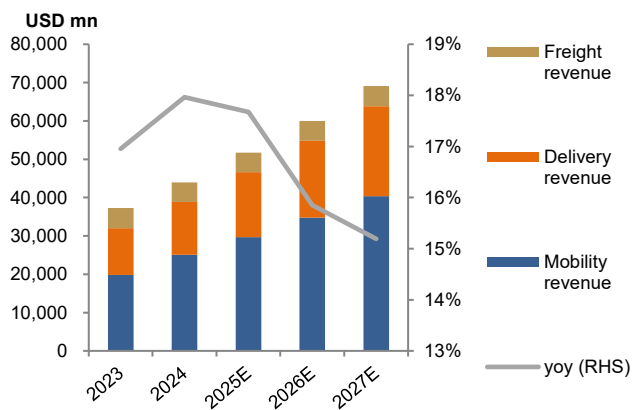
资料来源: 彭博、招商证券 (香港)

相关报告

1. Uber (UBER US) - 一季度利润率扩张带来强劲业绩 (增持) (2025/5/9)
2. Uber (UBER US) - 无人驾驶出租车威胁减弱 (增持) (2025/3/12)
3. Uber (UBER US) - 无人驾驶担忧带来良好买入时机 (增持) (2024/12/10)

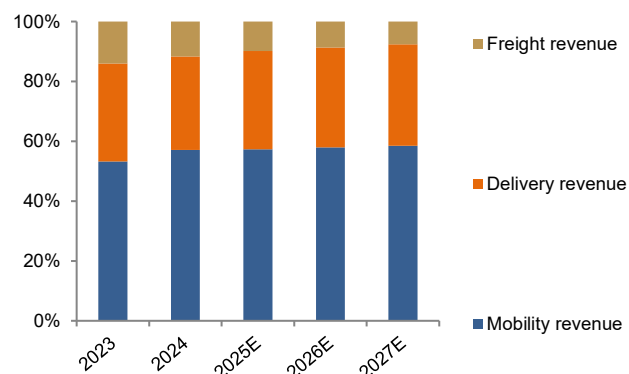
重点图表

图1: Uber收入预测



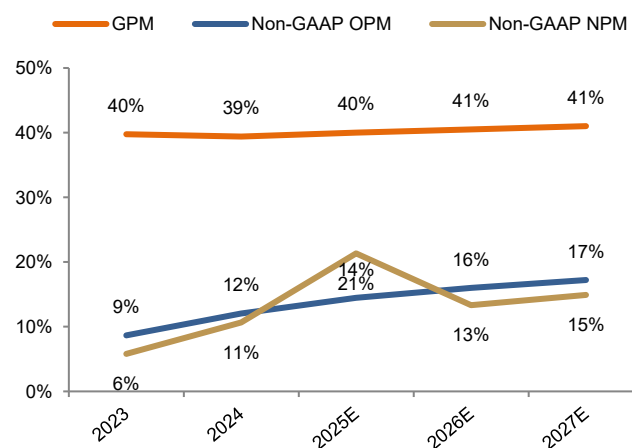
资料来源: 公司数据、招商证券 (香港) 预测

图2: Uber收入结构



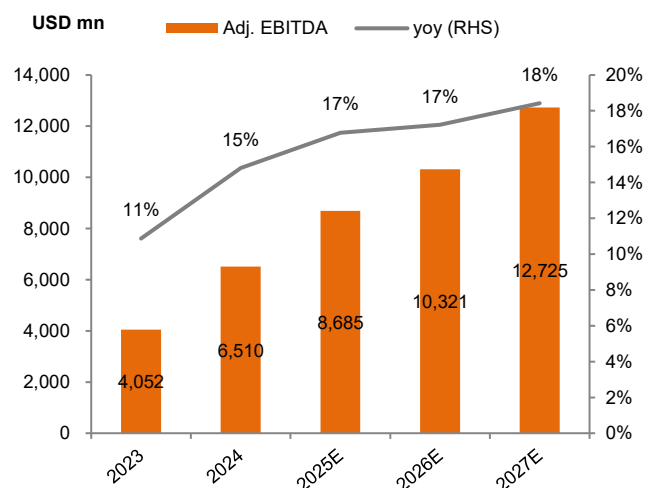
资料来源: 公司数据、招商证券 (香港) 预测

图3: Uber利润率



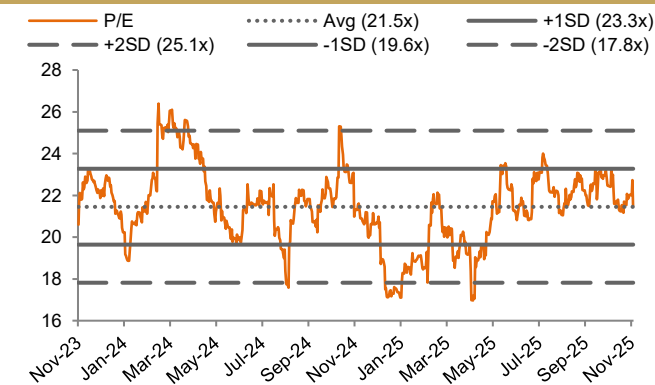
资料来源: 公司数据、招商证券 (香港) 预测

图4: Uber调整后EBITDA



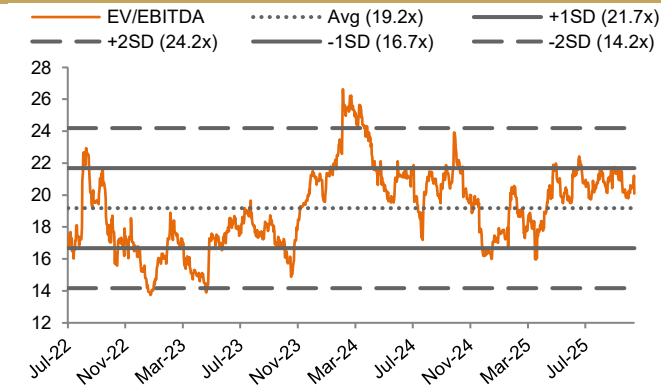
资料来源: 公司数据、招商证券 (香港) 预测

图5: Uber一年期前瞻市销率区间



资料来源: 公司数据、彭博、招商证券 (香港) 预测

图6: Uber一年期前瞻EV/EBITDA区间



资料来源: 公司数据、彭博、招商证券 (香港) 预测

图7: Uber新公布的六大战略重点

战略重点	关键点	关键指标/示例
从单次出行为核心到终身客户体验	拓展业务超越单次出行，打造终身客户关系；长期客户忠诚度优先于短期收益；通过 Uber One 跨平台互动。	全年出行约 140 亿次；跨平台用户留存率高出 35%，消费额为普通用户的 3 倍；20%的月活平台消费者同时使用出行与配送服务（在顶级市场使用率更高）。
构建混合出行未来	从单一司机模式转向车队+自动驾驶；开发自动驾驶车队管理工具（充电、融资、数据采集）；打造人类司机与自动驾驶车辆共存的市场生态。	全球超 55 万辆车队车辆；多家自动驾驶伙伴部署机器人出租车；先进仿真技术支持实时匹配和定价。
超越餐饮，拓展本地零售	从超过 800 亿美元的餐饮外卖扩展至超 10 万亿亿美元的杂货及零售市场，依托商品多样性、产品整合及品牌推广投入。	杂货和零售业务约 120 亿美元总预订量，增长速率超过餐饮业务；新增合作伙伴包括 Aldi、Dollar General、Kroger 及 Sephora。
多元零工劳动力	赋能多任务类型工作者；实现快递员与司机角色转换；在司机应用中试点数字化任务（如 AI 数据标注）。	活跃劳动力 940 万人；三季度收入达 220 亿美元；数字化任务试点由 Uber AI 解决方案支持。
商家增长引擎	通过商家入驻、新渠道（Uber Direct、Pickup、Dine-Out、在线订单）、广告投入（同比增长 50%）及开放生态系统加强增长伙伴关系。	超过 120 万商家；三季度支付额达 140 亿美元；重点合作伙伴包括 Toast（首选市场）和 OpenTable。
生成式人工智能	利用生成式 AI 打造智能客服、支持复杂请求、多步骤操作、成本高效支持与个性化体验；AI 技术全面嵌入各平台。	每秒处理千万级机器学习预测；生成式 AI 代理支持复杂请求（如同时安排乘车与咖啡）；客户支持实现自动化。

资料来源：Uber、招商证券（香港）

优步自动驾驶合作伙伴关系最新动态/公告

- NVIDIA: 使用新的 NVIDIA DRIVE AGX Hyperion 10 平台和 DRIVE AV 软件，与 Uber 合作实现 L4 级自动驾驶。NVIDIA 提供技术和硬件，Uber 提供其庞大的平台和网络。同时，Stellantis 提供车辆。
- NEBIUS: 将与 Uber 联合投资最多 3.75 亿美元于 NEBIUS 的自动驾驶子公司 Avride，以加速其自动驾驶车队扩张至 500 辆。
- Stellantis: 将与 NVIDIA、Uber 及 Foxconn 建立新合作伙伴关系，扩大 Stellantis 全球范围的 L4 级自动驾驶出行能力，结合车辆工程与 AI 计算，提供安全高效的自动驾驶服务。
- Lucid + Nuro: 计划于 2026 年在旧金山湾区推出自动驾驶出租车服务，与 Uber 合作。Lucid 将提供 Gravity SUVs 作为车辆平台，配备 Nuro Driver L4 自动驾驶系统，该服务未来将出现在 Uber 应用中。
- WeRide: 此次合作标志着首次在沙特阿拉伯的 Uber 平台上提供自动驾驶车辆服务，是 Uber 在该地区的重要里程碑。

图 8: Uber 25 年三季度业绩表现

百万美元	3Q24	2Q25	3Q25	2Q25 yoy	3Q25 yoy	2Q25 qoq	3Q25 qoq	招商证券 预测	实际预 测和招 商证券 预测对 比	一致预测	实际预测和 一致预测对 比
	3Q25	3Q25	3Q25	3Q25	3Q25	3Q25	3Q25	3Q25	3Q25	3Q25	3Q25
现金收入	40,973	46,756	49,740	17%	21%	9%	6%	49,202	1%	48,993	2%
出行业务	21,002	23,762	25,111	16%	20%	12%	6%	25,097	0%	22,523	11%
外卖业务	18,663	21,734	23,322	20%	25%	7%	7%	22,862	2%	19,700	18%
货运业务	1,308	1,260	1,307	-1%	0%	0%	4%	1,243	5%		
总收入	11,188	12,651	13,467	18%	20%	10%	6%	13,373	1%	13,259	2%
出行业务	6,409	7,288	7,682	19%	20%	12%	5%	7,684	0%		
外卖业务	3,470	4,102	4,477	25%	29%	9%	9%	4,380	2%		
货运业务	1,309	1,261	1,308	-1%	0%	0%	4%	1,309	0%		
货币化率	27%	27%	27%	0.3ppt	-0.2ppt	0.1ppt	0.0ppt	27%	-0.1ppt	27%	0.0ppt
出行业务	31%	31%	31%	0.8ppt	0.1ppt	0.0ppt	-0.1ppt		0.0ppt		
外卖业务	19%	19%	19%	0.7ppt	0.6ppt	0.3ppt	0.3ppt	19%	0.0ppt		
毛利润	4,427	5,040	5,358	20%	21%	10%	6%	5,358	0%	5,284	1%
经营利润	1,061	1,450	1,113	82%	5%	18%	-23%	1,703	-35%	1,611	-31%
非 GAAP 经营利润 (经 CMS 调整)	1,511	1,945	1,598	39%	6%	17%	-18%	2,192			
报告调整后 EBITDA	1,690	2,119	2,256	35%	33%	13%	6%	2,343	-4%	2,263	0%
净利润	2,612	1,355	6,626	33%	154%	-24%	389%	1,575	321%	1,466	352%
核心净利润 (经 CMS 调整)	1,211	1,688	5,492	41%	354%	-14%	225%	1,927	185%		
经营性现金流	2,151	1,820	2,328	0%	8%	-22%	28%				
自由现金流	2,109	1,721	2,230	0%	6%	-24%	30%				
总现金	9,996	8,561	9,563								
长期贷款	10,986	9,578	0								
净现金	-990	-1,017	9,563								
总权益	15,593	23,447	28,997								
净现金 (负债) / 权 益	-6%	-4%	33%								
主要经营数据和利润率											
经营数据											
月活平台消费者 (与四季度相同)	161	180	181	15%	12%			188	-3.7%	168	7.5%
总行程数 (百万)	2,868	3,268	3,512	18%	22%			3,433	2.3%		
毛利率	39.6%	39.8%	39.8%	0.5ppt	0.2ppt			40.1%	-0.3ppt	39.9%	-0.1ppt
经营费用率	28.5%	27.0%	30.1%	-3.3ppt	1.6ppt			26.0%	4.1ppt		
经营利润率	9.5%	11.5%	8.3%	4.0ppt	-1.2ppt			12.7%	-4.5ppt	12.2%	-3.9ppt
调整后 EBITDA 利 润率 (出行业务)	4.1%	4.5%	4.5%	0.6ppt	0.4ppt			4.8%	-0.2ppt	4.6%	-0.1ppt
归母净利润率	23.3%	10.7%	49.2%	1.2ppt	25.9ppt			11.8%	37.4ppt	11.1%	38.1ppt

资料来源: 公司数据、彭博、招商证券 (香港) 预测

图 9: Uber 盈利预测调整

百万美元	调整后		调整前		变动	
	FY25E	FY26E	FY25E	FY26E	FY25E	FY26E
现金收入	191,627	223,048	191,089	222,430	0.3%	0.3%
出行业务	96,957	112,919	96,943	112,903	0.0%	0.0%
外卖业务	89,584	105,017	89,124	104,479	0.5%	0.5%
货运业务	5,086	5,112	5,022	5,047	1.3%	1.3%
总收入	51,752	59,956	51,650	59,836	0.2%	0.2%
出行业务	29,648	34,755	29,650	34,757	0.0%	0.0%
外卖业务	17,000	20,033	16,896	19,910	0.6%	0.6%
货运业务	5,104	5,168	5,105	5,169	0.0%	0.0%
毛利润	20,706	24,288	20,704	24,381	0.0%	-0.4%
报告调整后 EBITDA	8,685	10,764	8,843	11,303		-4.8%
核心净利润 (经 CMS 调整)	8,614	8,445	7,636	9,487	12.8%	-11.0%
主要经营数据和利润率						
经营数据						
货币化率	27%	27%	27%	27%	0.0ppt	0.0ppt
出行业务	31%	31%	31%	31%	0.0ppt	0.0ppt
外卖业务	19%	19%	19%	19%	0.0ppt	0.0ppt
毛利率	40.0%	40.5%	40.1%	40.7%	-0.1ppt	-0.2ppt
调整后 EBITDA 利润率	16.8%	18.0%	17.1%	18.9%	-0.3ppt	-0.9ppt
归母净利润率	16.6%	14.1%	14.8%	15.9%	1.9ppt	-1.8ppt

资料来源: 公司数据、彭博、招商证券 (香港) 预测; *正负号表示预测上修/下修

图 10: 招商证券预测与彭博一致预测对比

百万美元	招商证券预测			彭博一致预测			差异		
	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
收入	51,752	59,956	69,065	51,963	60,589	68,900	0%	-1%	0%
毛利润	20,706	24,288	28,323	20,719	24,384	27,760	0%	0%	2%
经营利润	5,579	8,031	10,474	5,677	8,346	10,494	-2%	-4%	0%
调整后 EBITDA	8,685	10,764	13,303	8,711	11,016	13,353	0%	-2%	0%
非 GAAP 净利润	8,614	8,445	10,873	12,859	8,952	11,031	-33%	-6%	-1%
利润率 (%)									
毛利率	40.0	40.5	41.0	39.9	40.2	40.3	0.1 ppt	0.3 ppt	0.7 ppt
调整后 EBITDA 利润率	16.8	18.0	19.3	16.8	18.2	19.4	0 ppt	-0.2 ppt	-0.1 ppt
非 GAAP 净利润率	16.6	14.1	15.7	24.7	14.8	16.0	-8.1 ppt	-0.7 ppt	-0.3 ppt

资料来源: 公司数据、VA、招商证券 (香港) 预测

图 11: Uber 收入预测

百万美元	2024	2025E	2026E	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25E	1Q26E	2Q26E
总现金收入	162,773	191,627	223,048	42,818	46,756	49,740	52,313	50,093	54,497
同比增长	18%	18%	16%	14%	17%	21%	18%	17%	17%
出行现金收入	83,024	96,957	112,919	21,182	23,762	25,111	26,902	24,783	27,802
同比增长	21%	17%	16%	13%	16%	20%	18%	17%	17%
外卖配送现金收入	74,614	89,584	105,017	20,377	21,734	23,322	24,151	24,045	25,429
同比增长	17%	20%	17%	15%	20%	25%	20%	18%	17%
货运现金收入	5,135	5,086	5,112	1,259	1,260	1,307	1,260	1,265	1,266
同比增长	-2%	-1%	0%	-2%	-1%	0%	-1%	0%	0%
货币化率 - 出行业务	30%	31%	31%	31%	31%	31%	30%	31%	31%
货币化率 - 外卖配送	18%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%
出行业务	57%	57%	58%	66%	68%	67%	68%	67%	68%
外卖业务	31%	33%	33%	39%	38%	39%	39%	39%	39%
货运业务	12%	10%	9%	11%	10%	10%	9%	10%	9%
总收入	43,978	51,752	59,956	11,533	12,651	13,467	14,101	13,403	14,694
同比增长	18%	18%	16%	14%	18%	20%	18%	16%	16%
毛利润	17,327	20,706	24,288	4,596	5,040	5,358	5,712	5,408	5,927
毛利率	39%	40%	41%	40%	40%	40%	41%	40%	40%
同比增长	17%	20%	17%	16%	20%	21%	21%	18%	18%
总收入占比									
运营及支持	6%	5%	5%	6%	6%	5%	5%	5%	5%
销售及市场营销	10%	9%	9%	9%	10%	9%	9%	9%	9%
研发	7%	7%	6%	7%	7%	6%	6%	7%	7%
一般及行政费用	8%	6%	6%	6%	5%	9%	6%	5%	5%
折旧及摊销	2%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%
总运营支出比率	33%	29%	28%	29%	28%	32%	28%	28%	27%
非 GAAP 经营利润 (经 CMS 调整)	5,294	7,477	9,586	1,668	1,945	1,598	2,266	2,167	2,488
非 GAAP 经营利润率	12.0%	14.4%	16.0%	14.5%	15.4%	11.9%	16.1%	16.2%	16.9%
同比增长	64%	41%	28%	40%	39%	6%	90%	30%	28%
报告调整后 EBITDA	6,510	8,685	10,321	1,868	2,119	2,256	2,442	2,331	2,669
调整后 EBITDA 利润率	14.8%	16.8%	17.2%	16.2%	16.7%	16.8%	17.3%	17.4%	18.2%
同比增长	61%	33%	19%	35%	35%	33%	31%	25%	26%
非 GAAP 净利润 (经 CMS 调整)	4,680	11,041	8,006	1,954	1,688	5,492	1,907	1,806	2,101
非 GAAP 净利润率	10.6%	21.3%	13.4%	16.9%	13.3%	40.8%	13.5%	13.5%	14.3%
同比增长	116%	136%	-27%	87%	41%	354%	55%	-8%	24%

资料来源: 公司数据、招商证券 (香港) 预测

估值

图12: Uber折现现金流估值

	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E	2035E
收入	43,978	51,752	59,956	68,949	78,602	88,820	99,479	110,820	122,821	135,458	148,697
同比增速	18%	18%	16%	15%	14%	13%	12%	11%	11%	10%	10%
调整后 EBITDA	6510	8,685	10,321	13,295	15,549	18,014	20,673	23,030	25,524	28,150	30,902
同比增速	61%	33%	19%	29%	17%	16%	15%	11%	11%	10%	10%
调整后 EBITDA	15%	17%	19%	19%	20%	20%	21%	21%	21%	21%	21%
EBIT	5773	8,154	9,851	12,868	15,063	17,465	20,058	22,345	24,764	27,312	29,982
减: 现金税费	8,058	4,380	-1,167	-1,220	-1,458	-1,726	-2,022	-2,298	-2,596	-2,918	-3,263
NOPAT	13831	12,533	8,684	11,648	13,604	15,739	18,036	20,047	22,169	24,395	26,719
加: 折旧与摊销	737	531	471	427	486	550	615	686	760	838	920
减: 经营资金变动	2,178	-535	-34	-41	-47	-53	-60	-67	-74	-81	-89
减: 资本支出	-242	-247	-252	-257	-293	-331	-371	-413	-457	-505	-554
无杠杆自由现金流	16504	12,283	8,868	11,776	13,750	15,904	18,221	20,253	22,397	24,647	26,996
同比增长	278%	-26%	-28%	33%	17%	16%	15%	11%	11%	10%	10%
自由现金流折现终值		11,188	7,357	8,898	9,463	9,969	10,403	10,532	10,608	10,632	10,607
											409,390
WACC											
无风险利率	3.0%										
Beta	1.20										
股权风险溢价	6.0%										
权益成本	10.2%										
债务成本	4.0%										
债务占比	6%										
有效税率	15%										
WACC	9.8%										
每股权益价值 (百万美元)											
永续增长率	3%										
自由现金流现值	99,656										
终值现值	160,853										
企业价值	260,509										
2024 年净负债	-1,370										
权益价值	259,139										
流通股数 (百万)	2,151										
每股价值 (美元)	121										
目标价对应估值倍数											
非 GAAP 市盈率 (倍)*	23	32	25								
市销率 (倍)	4	4	3								
P/FCF (倍)	29	22	19								
EV/EBITDA (倍)	25	20	17								

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	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-2027 年复合增速			基於 25-27 年 CAGR 的 26 年倍率		
						FY25E	FY26E	FY25E	FY26E	FY26E	FY25E	FY26E	收入	净利润	EBITDA	PEG	PSG	EV/EBITDA-G
电商/零工经济																		
Amazon	亚马逊	AMZN US	美元	249	2,665	16	13	30	23	3	27	29	12	24	20	0.9	0.28	0.8
Alibaba	阿里巴巴	BABA US	美元	164	392	12	15	18	25	3	15	10	12	3	7	9.9	0.21	1.8
Shopify	Shopify	SHOP US	美元	161	210	107	81	109	85	15	12	15	23	29	34	3.0	0.66	3.2
Uber	优步	UBER US	美元	95	197	23	18	18	25	8	40	21	16	-3	24	n.a.	0.49	0.9
Lyft	Lyft	LYFT US	美元	19	8	13	10	21	17	10	61	77	14	27	27	0.6	0.72	0.5
DoorDash	DoorDash	DASH US	美元	240	102	36	26	45	32	10	23	26	17	35	36	0.9	0.58	1.0
Grab	Grab	GRAB US	美元	6	24	39	27	149	58	4	3	6	19	104	45	0.6	0.18	0.9
Delivery Hero	外卖超人	DMER GY	美元	21	7	9	7	-33	85	n.a.	n.a.	9	11	n.a.	28	n.a.	n.a.	0.3
Walmart	沃尔玛	WMT US	美元	102	815	20	20	42	39	9	24	21	4	10	5	4.0	2.02	4.3
Costco	好市多	COST US	美元	113	417	31	29	51	47	14	31	28	8	10	8	4.6	1.86	3.8
Target	塔吉特	TGT US	美元	90	41	6	7	10	12	0	26	23	-0	-7	-6	n.a.	n.a.	-1.0
Bestbuy	百思买	BBY US	美元	79	17	7	7	18	13	0	27	44	1	22	-5	0.6	0.40	-1.5
均值						18	16	26	29	8	26	22	12	22	22	1	1	1

注：股价采用 2025 年 11 月 4 日（所有市场）收市价；资料来源：Visible Alpha、彭博、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
长期投资	11,233	15,781	17,359	19,095	21,005
物业和设备, 经营租赁使用资产, 净值	3,314	3,110	3,055	3,018	2,993
无形资产, 商誉	9,576	9,191	8,962	8,780	8,635
其他	3,279	10,917	12,666	14,765	17,283
非流动资产	27,402	38,999	42,042	45,658	49,916
现金及现金等价物	4,680	5,893	14,465	19,539	26,027
短期投资	727	1,084	1,626	2,439	3,659
应收账款	3,404	3,333	4,324	5,009	5,770
其他流动资产	2,486	1,935	2,101	2,283	2,481
流动资产	11,297	12,245	22,516	29,270	37,937
总资产	38,699	51,244	64,557	74,927	87,853
应付账款	790	858	1,046	1,202	1,372
短期保险准备金	2,016	2,754	3,022	3,518	4,066
经营租赁负债 - 流动负债	190	175	175	175	175
应计及其他流动负债	6,458	7,689	9,014		12,129
流动负债	9,454	11,476	13,257	15,386	17,742
长期保险准备金	4,722	7,042	7,042	7,042	7,042
长期债务	9,459	8,347	7,930	7,533	7,157
经营租赁负债	1,550	1,454	1,454	1,454	1,454
其他非流动负债	832	449	471	495	520
非流动负债	16,563	17,292	16,897	16,524	16,172
总负债	26,017	28,768	30,154	31,911	33,915
总净资产	12,682	22,476	34,403	43,017	53,938
可赎回的非控制权益	654	93	93	93	93
总权益	12,028	22,383	34,310	42,924	53,845
净现金 (净负债)	-4,052	-1,370	8,161	14,445	22,529
净现金 (债务) / 权益比	-34%	-6%	24%	34%	42%

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	1,672	9,845	11,593	8,196	10,504
折旧摊销	823	737	531	471	427
运营资本变化	335	165	2,178	-535	-34
其他	755	-3,610	-1,419	1,668	885
经营活动净现金	3,585	7,137	12,883	9,800	11,781
投资活动净现金	-3,226	-3,177	-2,367	-2,801	-3,386
回购股份	-1,525	-1,252	-1,500	-1,500	-1,500
债务及其他变化	-47	-14	-417	-396	-377
融资活动净现金	-95	-2,087	-1,917	-1,896	-1,877
汇兑损益	63	-267	0	0	0
现金净变动	327	1,606	8,599	5,103	6,518
期初现金	6,677	7,004	8,610	17,209	22,312
期末现金	7,004	8,610	17,209	22,312	28,830

资料来源: 公司数据、彭博、招商证券 (香港) 预测

损益表

(百万美元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
年结	12.31	12.31	12.31	12.31	12.31
收入	37,281	43,978	51,752	59,956	69,065
销售成本	-22,457	-26,651	-31,046	-35,668	-40,741
毛利润	14,824	17,327	20,706	24,288	28,323
运营支持费用	-2,689	-2,732	-2,804	-2,862	-3,068
销售费用	-4,356	-4,337	-4,867	-5,471	-6,026
研发费用	-3,164	-3,109	-3,372	-3,847	-4,363
行政费用	-2,682	-3,639	-3,355	-3,705	-4,059
折旧与摊销	-823	-711	-729	-816	-912
报告经营利润	1,110	2,799	5,579	7,588	9,896
税前利润	1,837	4,125	7,566	9,263	11,571
税费 (收益)	213	-5,758	-4,064	1,097	1,097
权益投资收入	48	-38	-37	30	30
非控股权益	269	-11	29	65	79
报告净利润	1,403	9,856	11,564	8,132	10,425
基本每股盈利	0.69	4.71	5.52	3.88	4.98
摊薄每股盈利	0.67	4.58	5.38	3.78	4.85
非 GAAP 经营利润 (经 CMS 调整)	3,229	5,294	7,477	9,586	11,893

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	17	18	18	16	15
毛利润	21	17	20	17	17
报告经营利润	n.a.	152	99	36	30
报告净利润	n.a.	602	17	-30	28
报告非 GAAP EBITDA 利润	137	61	33	19	23
非 GAAP 净利润	457	116	136	-27	29
获利能力 (%)					
毛利润	40	39	40	41	41
报告经营利润	3	6	11	13	14
非 GAAP EBITDA 利润率	11	15	17	17	18
非 GAAP 净利润率	6	11	21	13	15
非 GAAP ROAE	23	29	40	21	22

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