

公司报告

多邻国 (DUOL US)

战略重点转向长期增长并兼顾盈利能力

■ 25年三季度业绩超预期: 预订量/营收同比增长33%/41%，超预期3%/4%；调整后EBITDA同比增长68%，超预期10%

■ 盘后股价回调约20%，主要由于指引略低于预期，以及公司将战略重点转向平衡用户增长与商业化，引起市场对利润率扩张放缓的担忧

■ 逢低增持: 我们仍然看好公司增长前景，多重驱动力，风险回报具吸引力

25年三季度业绩大超预期

26年三季度集团营收为2.72亿美元，同比增长41%，超预期4%；总预订量同比增长33%，超预期3%；订阅营收同比增长46%，超预期3%。MAU达到1.35亿，同比增长20%；DAU达到5,050万，同比增长36%，DAU/MAU比例为37.3%，同比提升4.4个百分点。付费用户同比增长34%至1,150万，付费率提升至8.5%，同比提升0.9个百分点。毛利同比增长40%，毛利率为72.5%，同比下降0.4个百分点，主要由于低毛利率的AI功能Duolingo Max占比提升。调整后EBITDA同比增长68%至8,000万美元，调整后EBITDA利润率扩张至29.5%，同比提升4.8个百分点，超预期1.7个百分点，主要受益于AI驱动的成本优化以及广告收入好于预期。净现金为11亿美元；自由现金流同比增长47%至7,700万美元，递延营收同比增长42%。

优先推动用户增长并兼顾盈利能力

多邻国股价在盘后下跌约20%，主因25年四季度预订量增长疲软，以及公司给出的调整后EBITDA利润率指引为22%/28%，略低于市场一致预期的26%/29%。公司强调其战略重点是加大投资以实现长期健康增长：1) 优先用户增长再实现变现：公司正在测试将部分高级功能转为免费计划（如AI对话），以扩大用户基础；2) 升级内容和功能，例如在国际象棋课程中推出新的PVP模式，在9门核心语言课程中增加更高等级课程（Duolingo Score超过130），以及在“和拽姐的视频电话”中引入双语模式，以提升用户学习体验；3) 市场推广活动：公司强调与中国瑞幸的合作取得了显著成效，带动用户快速增长，并在美国重启营销活动以推动用户增长恢复。因此，我们上调了运营费用预测（主要是销售与市场费用），并预计多邻国的利润率扩张路径将更趋平缓。我们预计26/27财年调整后EBITDA分别为3.88亿/4.98亿美元（较此前预测下调2%/8%），对应30%/32%调整后EBITDA利润率（图10）。

逢低增持: 风险回报具吸引力

我们认为市场对多邻国积极的战略转型反应过度，目前1.1倍PEG估值具有吸引力（26财年市盈率31倍，25-27年调整后EBITDA复合增长率29%（剔除一次性税费）），相比同业平均1.9倍PEG（图16）。针对市场对DAU增长和大型语言模型竞争的主要争议与担忧，我们认为多邻国已连续两个季度证明其DAU增长好于预期，并展现出较高的留存率和优于其他大型语言模型的运营经验。我们看到积极催化因素：1) 美国市场稳定，25年四季度推出新推广计划；2) 中国市场快速增长，目前营收占比约5-6%，并有望在未来几个月推出视频通话功能持续创新（如国际象棋PVP模式）；4) 其他新业务（如自研广告平台）。鉴于近期AI股情绪疲弱导致行业估值下降，我们将目标价下调42%至347美元，市盈率从70倍（2倍PEG）下调至45倍（1.5倍PEG）。目标价对应26/27财年基础情形45倍/35倍市盈率，以及乐观情境29倍/21倍市盈率。主要风险：1) 监管与地缘政治；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	1,030	1,303	1,561
同比增速	44%	41%	38%	27%	20%
毛利	389	544	741	934	1,116
调整后 EBITDA	94	192	300	388	498
非 GAAP 净利润	121	216	573	389	497
同比增速	479%	79%	166%	-32%	28%
非 GAAP 每股盈利 (美元)	2.6	4.4	11.5	7.7	9.8
市盈率 (倍)	98.8	55.3	20.8	30.7	24.0
市销率 (倍)	22.4	15.9	11.6	9.1	7.6
EV/EBITDA (倍)	112.3	54.8	35.1	27.1	21.1
净资产回报率	20.1%	29.1%	55.6%	28.9%	31.2%

注: 截至2025年11月5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

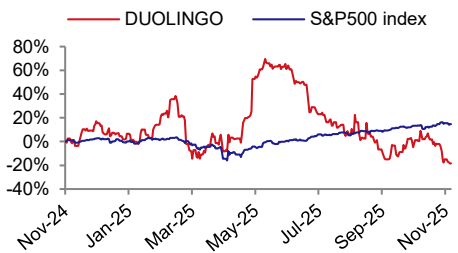
与市场预期差

盘后股价回调是对管理层保守展望评论的过度反应。我们相信公司的战略转型有助于推动长期健康增长，对其增长前景保持积极态度，并认为在当前1.1倍PEG的估值下风险回报具吸引力。

增持

前次评级	增持
股价 (2025年11月5日)	260美元
12个月目标价 (上涨/下跌空间)	347美元(+34%)
前次目标价	600美元

股价表现



资料来源: 彭博

%	1m	6m	12m
DUOL US	(18.8)	(48.4)	(20.5)
S&P 500	0.8	20.0	13.4

行业: 教育

标普500 (2025年11月5日)	6,796
MSCI中国 (2025年11月5日)	86

重要数据

52周股价区间 (美元)	256.63 - 544.93
市值 (百万美元)	11,915
日均成交量 (百万股)	1.26
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%

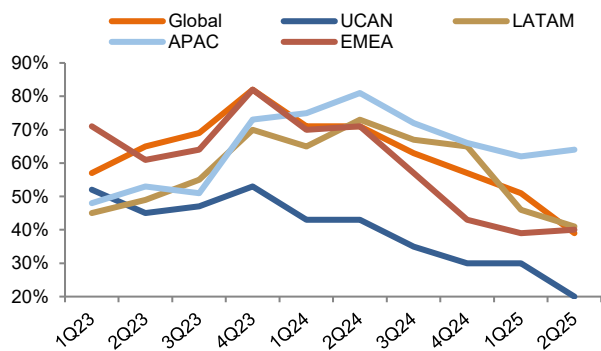
资料来源: 彭博, 招商证券 (香港)

相关报告

1. 多邻国 (DUOL US) - 2025年DuoCon要点: 打造更优质学习体验 (增持) (2025/9/17)
2. 多邻国 (DUOL US) - 增长潜力巨大, 印证强劲势头 (增持) (2025/8/7)
3. 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)
4. 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)

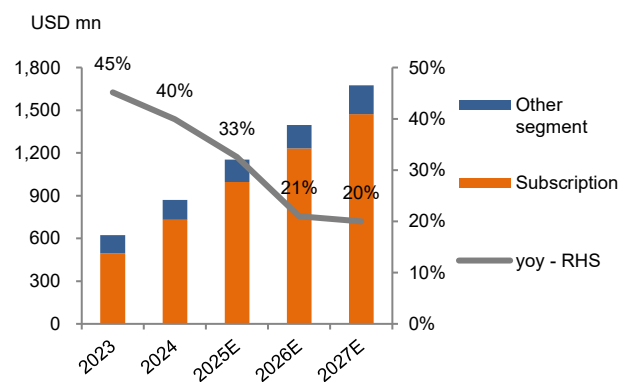
重点图表

图1: 多邻国在亚太、欧洲、中东和非洲及拉美市场维持了更快的日活跃用户增长



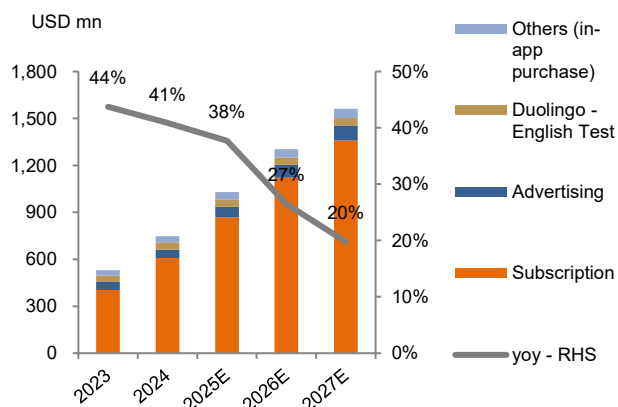
资料来源: 公司数据、Sensor Tower、招商证券(香港)

图2: 多邻国订单收入预测



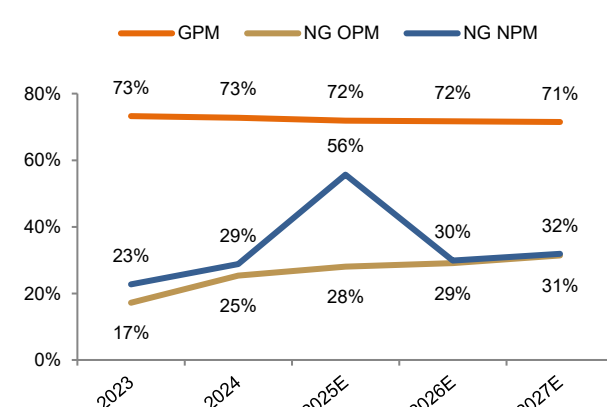
资料来源: 公司数据、招商证券(香港)预测

图3: 多邻国收入预测



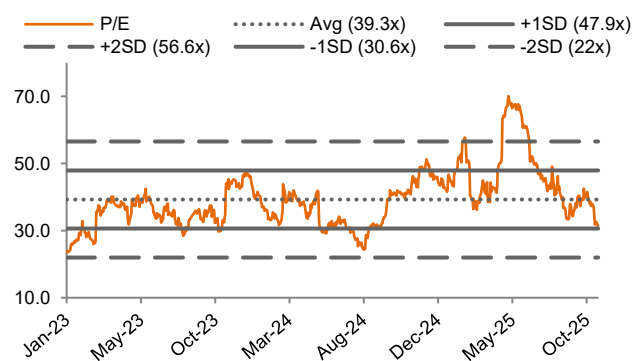
资料来源: 公司数据、招商证券(香港)预测

图4: 多邻国利润率预测



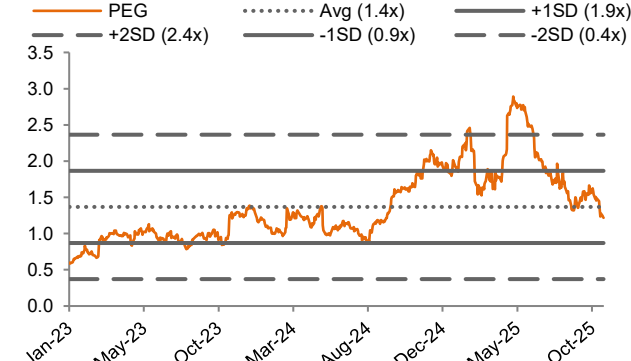
资料来源: 公司数据、招商证券(香港)预测; *2025年三季度净利润受一次性税收优惠提振

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

DuoCon 2025要点及我们的观点

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。

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。

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。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7：多邻国2025年三季度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	
	3Q24	2Q25	3Q25	2Q25	3Q25	3Q25	3Q25	差异	3Q25	差异
经营数据										
月活跃用户（MAU）	113.1	128.3	135.3	24%	20%	5%	141.4	-4%	135.2	0%
日活跃用户（DAU）	37.2	47.7	50.5	40%	36%	6%	52.2	-3%	50.5	0%
DAU/MAU	32.9%	37.2%	37.3%	4.3 ppt	4.4 ppt	0.1 ppt	36.9%	0.4ppt	37.4%	0.0ppt
付费订阅用户	8.6	10.9	11.5	37%	34%	6%	11.6	-1%	11.5	0%
付费比例	7.6%	8.5%	8.5%	0.8 ppt	0.9 ppt	0.0 ppt	8.2%	0.3ppt	8.5%	0.0ppt
平均每用户收入（美元）	18.3	19.3	20.0	7%	9%	3%	19.2	4%	19.4	3%
平均付款金额（美元）	20.5	20.9	20.9	6%	2%	0%	20.5	2%	20.4	2%
订单收入	211.5	268.0	281.9	41%	33%	5%	272.4	3%	272.6	3%
订阅	176.3	227.3	240.3	45%	36%	6%	238.2	1%	234.1	3%
其他部分	35.2	40.7	41.6	21%	18%	2%	34.2	22%	38.5	8%
财务数据										
收入	192.6	252.3	271.7	41%	41%	8%	260.6	4%	260.6	4%
订阅	157.6	210.7	229.5	46%	46%	9%	222.7	3%	222.3	3%
其他部分	35.0	41.6	42.2	21%	21%	1%	37.9	11%	n.a.	n.a.
毛利/（亏损）	140.4	182.6	196.9	39%	40%	8%	186.3	6%	186.9	5%
非 GAAP 经营利润	45.5	75.1	78.4	57%	72%	4%	69.1	14%	70.6	11%
非 GAAP 净利润	55.3	86.5	335.4	62%	506%	288%	75.0	347%	78.2	329%
调整后 EBITDA	47.5	78.6	80.0	63%	68%	2%	71.5	12%	72.5	10%
利润率										
毛利率	72.9%	72.4%	72.5%	-1.1 ppt	-0.4 ppt	0.1 ppt	71.5%	1.0ppt	71.7%	0.7ppt
非 GAAP 经营利率	23.6%	29.8%	28.9%	2.9 ppt	5.2 ppt	-0.9 ppt	26.5%	2.4ppt	27.1%	1.7ppt
非 GAAP 净利率	28.7%	34.3%	123.5%	4.3 ppt	94.7 ppt	89.2 ppt	28.8%	94.7ppt	30.0%	93.4ppt
调整后 EBITDA 利润率	24.7%	31.2%	29.5%	4.2 ppt	4.8 ppt	-1.7 ppt	27.4%	2.0ppt	27.8%	1.7ppt

资料来源：公司数据、Visible Alpha, 招商证券（香港）预测；*2025年三季度净利润受一次性税收优惠提振

图8：多邻国于2025年10月推出首部动漫作品《最后的决战》



资料来源：公司数据、招商证券（香港）

图9：多邻国为iOS用户推出针对全新国际象棋课程的PVP模式，安卓版即将上线



资料来源：公司数据、招商证券（香港）

图10: 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	1,015	1,300	1,595	1,030	1,303	1,561	1%	0%	-2%
毛利	727	929	1,136	741	934	1,116	2%	1%	-2%
非 GAAP 经营利润	281	391	533	289	379	490	3%	-3%	-8%
非 GAAP 净利润	315	406	538	573	389	497	82%	-4%	-8%
调整后 EBITDA	288	397	538	300	388	498	4%	-2%	-8%
利润率									
毛利润率	71.6%	71.4%	71.2%	71.9%	71.7%	71.5%	0.3ppt	0.3ppt	0.3ppt
非 GAAP 经营利润率	27.7%	30.1%	33.4%	28.0%	29.1%	31.4%	0.3ppt	-1ppt	-2ppt
非 GAAP 净利润率	31.0%	31.3%	33.7%	55.7%	29.8%	31.9%	24.6ppt	-1.4ppt	-1.9ppt
调整后 EBITDA 利润率	28.4%	30.5%	33.7%	29.1%	29.7%	31.9%	0.7ppt	-0.8ppt	-1.9ppt
收入占比									
销售费用	11.8%	11.0%	10.4%	12.1%	12.1%	11.6%	0.3ppt	1.2ppt	1.3ppt
研发费用	29.5%	27.3%	25.5%	29.9%	27.6%	26.4%	0.4ppt	0.2ppt	1ppt
行政费用	18.6%	18.2%	16.9%	17.3%	16.6%	15.4%	-1.3ppt	-1.6ppt	-1.5ppt

资料来源: 公司数据、招商证券(香港)预测

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)	133.2	132.9	0%	154.8	156.0	-1%	178.0	170.8	4%
日活跃用户 (DAU)	49.6	49.3	1%	60.0	62.8	-4%	71.7	75.5	-5%
付费订阅用户	12.3	12.2	0%	15.3	15.6	-2%	18.2	16.7	9%
订单收入	1,154	1,154	0%	1,396	1,396	0%	1,675	1,672	0%
订阅	997	994	0%	1,233	1,217	1%	1,472	1,473	0%
其他部分	157	160	-2%	163	179	-9%	203	199	2%
收入	1,030	1,030	0%	1,303	1,253	4%	1,561	1,485	5%
订阅	867	866	0%	1,122	1,070	5%	1,358	1,289	5%
其他部分	163	164	-1%	181	183	-1%	203	196	3%
毛利润/(亏损)	741	744	0%	934	910	3%	1,116	1,085	3%
非 GAAP 经营利润	289	287	1%	379	370	3%	490	462	6%
非 GAAP 净利润	573	573	0%	389	397	-2%	497	489	2%
调整后 EBITDA	300	299	0%	388	381	2%	498	473	5%
利润率									
毛利润率	71.9%	72.2%	-0.3ppt	71.7%	72.6%	-0.9ppt		73.1%	-1.6ppt
非 GAAP 经营利率	28.0%	27.8%	0.2ppt	29.1%	29.5%	-0.4ppt	31.4%	31.1%	0.3ppt
非 GAAP 净利率	55.7%	55.7%	0.0ppt	29.8%	31.7%	-1.9ppt	31.9%	32.9%	-1.1ppt
调整后 EBITDA 利润率	29.1%	29.0%	0.1ppt	29.7%	30.4%	-0.7ppt	31.9%	31.9%	0.0ppt

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11月5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	155	155	200	300
付费率	5.1%	5.6%	5.6%	5.6%
订阅用户 (百万)	7.9	8.7	11.2	16.8
月均 ARPU (美元)	5.0	5.1	5.5	6.0
收入	473	533	738	1,208
家庭计划				
MAU	155	155	200	300
付费率	2.5%	3.0%	3.0%	3.0%
订阅用户 (百万)	3.9	4.7	6.1	9.1
月均 ARPU (美元)	6.0	7.0	7.0	8.0
收入	282	393	509	872
多邻国 Max				
MAU	155	155	200	300
付费率	1.0%	1.3%	1.5%	3.0%
订阅用户 (百万)	1.5	1.9	3.0	9.0
月均 ARPU (美元)	8.0	8.4	10.0	12.0
收入	149	196	360	1,296
总 MAU (百万)				
	155	155	200	300
总付费率				
	8.6%	9.9%	10.1%	11.6%
总订阅用户 (百万)				
	13.3	15.3	20.2	34.9
整体 ARPU (美元)				
	5.6	6.1	6.6	8.1
总收入				
	903	1,122	1,607	3,376

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%	1.3%	2.3%	3.3%
	6.4	950	962		1,194	1,313
	7.4	954	967	1,099	1,236	1,374
多邻国 Max ARPPU	8.4	957	973	1,122	1,278	1,434
	9.4	961	978	1,145	1,320	1,495
	10.4	965	984	1,169	1,362	1,555

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%	1.3%	2.3%	3.3%
上行/下行空间	6.4	-15%	-14%	-4%	6%	17%
	7.4	-15%	-14%	-2%	10%	22%
多邻国 Max ARPPU	8.4	-15%	-13%	0%	14%	28%
	9.4	-14%	-13%	2%	18%	33%
	10.4	-14%	-12%	4%	21%	39%

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347美元目标价基于26财年盈利预测3.89亿美元及45倍目标市盈率（位于历史均值+1个标准差，约合1.5倍PEG，对比同业平均为1.9倍）。目标价对应26/27财年45倍/35倍基础情形下市盈率，以及29倍/21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		1,122	1,607	3,376
占比		86%		
活跃用户数 (MAU)		155	200	300
订阅用户数		15	20	35
付费率		9.9%	10.1%	11.6%
月度平均收入每用户 (ARPPU)		6.1	6.6	8.1
收入	1,236	1,303	1,785	3,751
同比增速	20%	27%	73%	
相对基础情形的上行空间	-5%		37%	188%
调整后 EBITDA	309	388	589	1,313
同比增速	3%	29%	97%	338%
调整后 EBITDA 利润率	25%	30%	33%	35%
相对基础情形的上行空间	-20%		52%	239%
核心净利润	310	389	590	1,314
同比增速	-46%	-32%	3%	129%
核心净利率	25%	30%	33%	35%
相对基础情形的上行空间	-20%		52%	238%
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	45	50	50
净利润 25-27 年复合增速		29%	44%	
PEG (倍)		1.5	1.1	
目标权益价值	12,412	17,299	29,517	65,698
流通股数 (百万)	50	50	50	50
目标价 (美元)	249	347	592	1,319
上行空间	-4%	34%	128%	407%
目标价对应倍数 - 基础情形		2025E	2026E	2027E
市盈率		30	45	35
市销率		17	13	11
目标价对应倍数 - 乐观情形		2025E	2026E	2027E
市盈率		44	29	21
市销率		14	10	7

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	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25E	1Q26E	2Q26E	3Q26E
月活跃用户 (MAU)	116.7	130.2	128.3	135.3	138.9	153.6	148.8	156.9
日活跃用户 (DAU)	40.5	46.6	47.7	50.5	53.7	57.3	57.6	60.9
DAU/MAU	34.7%	35.8%	37.2%	37.3%	38.7%	37.3%	38.7%	38.8%
付费订阅用户	9.5	10.3	10.9	11.5	12.3	13.4	13.8	14.3
付费比例	8.1%	7.9%	8.5%	8.5%	8.9%	8.7%	9.3%	9.1%
平均每用户收入 (美元)	18.3	18.5	19.3	20.0	19.2	19.1	19.7	20.5
平均付款金额 (美元)	24.9	22.5	20.9	20.9	24.1	22.1	20.4	20.5
订单收入	271.6	271.6	268.0	281.9	332.4	335.4	324.7	334.8
订阅	236.5	232.2	227.3	240.3	297.1	295.9	282.8	292.6
其他部分	35.1	39.4	40.7	41.6	35.3	39.5	41.9	42.2
收入	209.6	230.7	252.3	271.7	275.5	299.6	319.2	339.6
订阅	174.3	191.0	210.7	229.5	236.2	255.7	272.6	292.7
广告	14.8	14.9	18.7	16.7	17.8	17.9	22.4	20.0
多邻国英语测试	10.8	12.8	10.3	12.3	10.8	12.8	10.3	12.3
其他 (应用内虚拟商品)	9.6	12.1	12.6	13.2	10.6	13.3	13.9	14.6
同比增速								
月活跃用户 (MAU)	32.0%	33.4%	23.8%	19.6%	19.0%	18.0%	16.0%	16.0%
日活跃用户 (DAU)	50.6%	48.4%	39.9%	35.8%	32.7%	22.9%	20.7%	20.7%
付费订阅用户	43.9%	39.2%	37.1%	33.7%	29.5%	30.0%	27.0%	24.2%
平均每用户收入 (美元)	3.1%	4.2%	6.8%	8.9%	4.6%	3.0%	1.9%	2.7%
订单收入	42.2%	37.6%	41.0%	33.3%	22.4%	23.5%	21.2%	18.8%
订阅	49.9%	43.8%	45.3%	36.3%	25.6%	27.4%	24.4%	21.8%
其他部分	5.6%	9.5%	21.1%	18.3%	0.6%	0.2%	3.0%	1.4%
收入	38.8%	37.7%	41.5%	41.1%	31.4%	29.9%	26.5%	25.0%
订阅	48.4%	45.0%	46.4%	45.6%	35.5%	33.9%	29.4%	27.5%
广告	10.0%	15.0%	30.0%	30.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%
多邻国英语测试	0.0%	0.0%	0.0%	5.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
其他 (应用内虚拟商品)	4.6%	18.6%	29.5%	26.6%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%
百万美元	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25E	1Q26E	2Q26E	3Q26E
毛利润	151	164	183	197	197	212	230	245
同比增速	36.4%	34.1%	39.4%	40.2%	30.8%	29.5%	26.2%	24.6%
非 GAAP 经营利润	52	60	75	78	76	82	96	99
同比增速	57.4%	36.1%	56.8%	72.2%	44.5%	37.9%	28.3%	26.8%
非 GAAP 净利润	52	71	86	335	80	86	98	101
同比增速	29.1%	31.0%	61.6%	506.5%	53.2%	21.1%	13.9%	-69.8%
调整后 EBITDA	52	63	79	80	78	84	98	102
同比增速	48.6%	42.7%	63.4%	68.5%	49.4%	34.2%	25.3%	26.9%
利润率								
毛利率	71.9%	71.1%	72.4%	72.5%	71.5%	70.9%	72.2%	72.3%
非 GAAP 经营利润率	25.0%	25.8%	29.8%	28.9%	27.5%	27.4%	30.2%	29.3%
非 GAAP 净利润率	25.0%	30.8%	34.3%	123.4%	29.2%	28.7%	30.8%	29.9%
调整后 EBITDA 利润率	25.0%	27.2%	31.2%	29.5%	28.4%	28.1%	30.8%	29.9%

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)	收入	24-26 年复合增速(%)		
		(本币)	(十亿 本币)	(十亿 本币)	FY25E	FY25E	FY26E	FY25E	FY26E	FY25E		调整后 EBITDA	调整后净 利润	自由现金 流
多邻国	DUOL US	260.0	11.9	10.9	11.6	36.3	30.6	1.1	1.1	17.8	32.0	42.1	34.3	34.2
Coursera	COUR US	8.1	1.3	0.6	1.8	20.6	17.4	1.1	0.8	15.4	7.0	33.7	18.3	35.1
Chegg	CHGG US	0.9	0.1	0.1	0.3	67.3	10.2	n.a.	n.a.	n.a.	-26.6	-43.5	n.a.	-57.6
Nerdy	NRDY US	1.0	0.1	0.1	0.6	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	-6.8	6.4	n.a.	n.a.	n.a.
教育同业均值					0.9	43.9	13.8	1.1	0.8	15.4	6.7	33.7	18.3	35.1
Netflix	NFLX US	1,098.5	465.5	470.6	10.6	41.7	33.0	1.6	1.5	51.1	14.4	25.6	26.0	32.3
Spotify	SPOT US	539.6	111.2	117.9	6.6	61.7	37.4	1.0	0.8	33.5	17.9	46.8	58.8	31.0
Shopify	SHOP US	162.9	212.1	206.9	18.6	111.9	84.2	4.6	3.0	107.4	26.5	31.1	24.1	28.6
ServiceNow	NOW US	879.6	182.6	179.6	13.9	50.3	42.4	2.3	2.2	40.8	19.4	23.1	21.8	25.9
Doximity	DOCS US	64.0	12.0	11.2	-	41.9	39.0	1.7	4.0	44.9	15.6	23.1	25.3	35.3
Oracle	ORCL US	250.3	713.6	794.4	-	41.3	35.9	3.3	2.2	n.a.	12.5	16.8	12.5	n.a.
Adobe	ADBE US	335.5	140.5	141.1	6.1	15.8	14.5	1.9	1.6	15.2	9.7	8.0	8.2	14.1
Intuit	INTU US	655.3	182.7	184.7	-	32.0	28.0	1.9	1.9	30.0	14.0	16.3	16.5	23.0
Monday.com	MNDY US	192.1	9.9	8.4	8.4	46.8	38.6	2.6	1.4	30.4	24.2	26.6	18.3	17.5
Meitu	1357 HK	8.0	5.0	4.7	9.2	37.9	28.8	0.8	0.9	42.9	23.2	n.a.	47.7	34.6
订阅模式同业均值					10.5	48.1	38.2	2.2		44.0	17.7	24.2	25.9	26.9
Meta	META US	636.0	1,602.9	1,609.5	8.2	19.5	16.5	1.4	1.1	36.9	19.7	16.8	14.0	-35.5
Microsoft	MSFT US	507.0	3,768.1	3,727.9	-	36.8	30.8	2.1	1.8	52.6	15.5	23.9	17.8	-2.6
Alphabet	GOOGL US	284.3	3,433.1	3,368.4	8.7	23.8	22.0	1.6	2.1	53.1	13.8	18.6	15.4	-2.4
Palantir	PLTR US	187.9	447.8	441.7	108.9	239.8	165.2	3.7	3.7	218.5	48.6	67.2	64.5	57.9
Applovin	APP US	617.1	208.7	211.0	37.8	58.6	39.5	1.1	0.9	63.4	27.1	51.6	54.8	50.1
AI 相关公司均值					40.9	75.7	54.8	2.0	1.9	84.9	25.0	35.6	33.3	54.0
Tencent	700 HK	605.3	724.4	750.3	7.1	21.4	17.8	1.5	1.1	25.8	12.9	15.6	14.2	12.0
NetEase	NTES US	199.3	77.9	70.2	5.6	15.1	14.4	1.0	2.0	13.8	9.9	16.8	14.4	8.7
Electronic Arts	EA US	200.7	50.1	50.7	-	26.8	22.8	3.3	1.8	26.9	4.4	7.3	8.1	1.2
Roblox	RBLX US	102.2	71.8	67.5	11.0	49.2	44.4	0.9	1.6	60.9	35.7	55.3	57.8	55.6
游戏同业均值					7.9	28.1	24.8	1.7	1.6	31.9	15.7	23.7	23.6	19.4
总体均值					14.7	49.0	36.2	1.9	1.8	58.4	18.9	27.5	25.9	36.1
总体中位数					8.3	41.7	29.8	1.7	1.6	36.9	15.6	23.7	18.3	26.9

注: 股价采用 2025 年 11 月日; 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	1,398	1,712	2,093
应收账款	89	129	178	225	269
其他流动资产	61	95	100	105	110
流动资产	898	1,102	1,676	2,041	2,472
物业、厂房及设备	12	19	17	16	15
商誉	4	11	11	11	11
无形资产	16	16	14	13	12
其他非流动资产	24	155	162	171	179
非流动资产	56	200	204	209	216
总资产	954	1,302	1,879	2,251	2,688
应付账款	2	6	9	12	14
递延收入	249	373	532	689	834
其他流动负债	26	43	45	47	50
总流动负债	277	422	587	748	897
长期债务	21	55	55	55	55
非流动负债	21	55	55	55	55
总负债	298	477	642	803	952
股东权益	656	825	1,238	1,448	1,736
总权益	954	1,302	1,879	2,251	2,688
净现金/(债务)	748	878	1,398	1,712	2,093

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	413	210	288
折旧摊销	7	11	14	13	12
运营资本变化	35	76	114	112	103
其他	0	0	-10	-11	-11
经营活动净现金	154	286	681	502	600
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	-151	-179	-209
现金净变动	142	38	521	314	381
期初现金	608	750	878	1,398	1,712
期末现金	748	878	1,398	1,712	2,093

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	1,030	1,303	1,561
销售成本	-142	-204	-290	-369	-445
毛利	389	544	741	934	1,116
销售费用	-76	-90	-125	-158	-182
研发费用	-194	-235	-308	-360	-413
行政费用	-132	-156	-179	-216	-241
报告经营利润	-13	63	129	200	281
非经营性收入(费用)	31	40	48	47	58
税前利润	18	102	176	247	339
税费	-2	-14	237	-37	-51
报告净利润	16	89	413	210	288
非 GAAP 经营利润	91	190	289	379	490
非 GAAP 净利润	216	573	389	497	
调整后 EBITDA	94	192	300	388	498
核心每股盈利 (美元)	2.6	4.4	11.5	7.7	9.8

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	37.7	26.5	19.8
毛利	44.0	39.9	36.0	26.2	19.4
报告经营利润	-79.7	n.a.	105.6	55.6	40.1
报告净利润	n.a.	451.3	366.6	-49.2	37.0
非 GAAP 经营利润	499.8	107.6	52.3	31.2	29.3
非 GAAP 净利润	478.8	78.6	166.0	-32.2	27.9
调整后 EBITDA	506.1	104.9	56.1	29.3	28.4
利润率(%)					
毛利率	73.2	72.8	71.9	71.7	71.5
报告经营利润率	-2.5	8.4	12.5	15.4	18.0
报告净利润率	3.0	11.8	40.1	16.1	18.4
非 GAAP 经营利润率	17.2	25.3	28.0	29.1	31.4
非 GAAP 净利润率	22.7	28.8	55.7	29.8	31.9
调整后 EBITDA 利润率	17.6	25.7	29.1	29.7	31.9
有效税率(%)	9.6	13.4	n.a.	15.0	15.0
净现金/股权比例(%)	78.4	67.4	74.4	76.1	77.9

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