

公司報告

招商證券(香港)有限公司
證券研究部

Reddit (RDDT US)

真实社区优势与人工智能驱动长期增长

- 美国访问量最高的网站之一，社区高度活跃，内容真实，国际市场的快速扩张推动了日活用户增长。其最新且高质量的用户生成数据对于人工智能训练和搜索具有不可替代性
- 持续的用户增长和广告货币化的初期阶段带动强劲的收入增长预期与长期利润率扩张
- 首次覆盖，给予增持评级；目标价300美元：社交平台用户忠诚度高，人工智能受益者，相较其他大型消费级SAAS正处于货币化/利润扩张的早期阶段

真实社区驱动独特且动态的内容参与度

Reddit 社区创造多元真实的内容，推动社区互动并提供各细分领域的新鲜见解。平台去中心化的子板块结构赋予用户自我管理能力，鼓励用户持续交流讨论。Reddit 的实时辩论与社交连接，在人工智能训练、人工智能搜索及用户留存方面依然无法被替代。除美国本土市场表现优异外，其国际市场日活跃用户增长同样强劲，25年三季度同比增长31%（集团日活用户达1.16亿，同比增长19%）。公司通过人工智能（如翻译）与本地化策略强化全球市场地位，沿袭 Duolingo、Netflix、Spotify 等主要平台的扩展路径。我们认为，Reddit 每用户收入/EBITDA 指标有望显著缩小与 Meta 的差距，为公司带来持久的长期增长潜力。

针对 Perplexity 的诉讼充分证明了 Reddit 的数据实力

Reddit 对 Perplexity 及数据抓取公司的诉讼凸显了其强大的数据资产，该案与 Cloudflare 此前因违反抓取限制对 Perplexity 采取的行动如出一辙。Reddit 通过与谷歌和 OpenAI 的合作，人工智能数据许可业务持续发力，贡献了三季度集团收入的7%。随着其他网站因“Google Zero”导致用户参与度下降，Reddit 用户增长和变现动力强劲，推动近期及相关内容的供应加速集中，有望进一步增强其议价能力。鉴于主要大型语言模型对相关内容的强烈需求以扩大其用户基础，我们预计 Reddit 将与其达成更多、更有利的人工智能数据许可协议。

三季度收入超预期，收入同比增长68%，达到5.85亿美元

三季度收入同比增长68%，主要得益于广告收入同比增长50%+调整后EBITDA

同比增长151%，调整后EBITDA利润率提升至40%（24年三季度为27%），调整后EBITDA/日活跃用户为2.0美元（高于25年二季度的1.5美元）。四季度指引强劲，收入同比增长54%，调整后EBITDA同比增长81%，明显超市场预期：收入6.37亿美元和调整后EBITDA2.6亿美元。增长前景积极：依托人工智能从内容推荐到翻译全面赋能，美国及国际日活用户不断提升，广告及人工智能数据许可带动收入增长。我们DCF目标价为300美元，对应2025/26年预测市销率分别为28倍/20倍，2025/26年预测EV/EBITDA倍数分别为78倍/45倍，公司2025-27年利润复合年增长率对应EV/EBITDA-G为0.7，且与社交媒体/娱乐平台同行（含Meta的0.7）中值一致。主要风险：1) 宏观环境；2) 竞争；3) 监管。

盈利预测及估值

百万美元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
收入	804	1,300	2,138	2,957	4,015
同比增速	21%	62%	64%	38%	36%
毛利润	693	1,177	1,943	2,711	3,734
营业利润	-140	-561	391	844	1,302
非GAAP营业利润	-93	241	749	1,298	1,781
净利润	-91	-484	548	1,171	1,593
非GAAP净利润	-43	317	907	1,626	2,072
同比增速	-58%	n.a.	186%	79%	27%
非GAAP每股收益(美元)	-0.73	2.18	4.50	7.85	9.79
市销率(倍)	55.8	34.5	21.0	15.2	11.2
EV/EBITDA(倍)	-461.3	177.1	57.0	32.9	24.0
ROE(%)	-3.0	17.8	33.5	42.1	39.5

注：截至2025年12月8日的收盘价；资料来源：彭博、公司数据、招商证券(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

与市场的预期差

市场正在低估人工智能数据交易的潜力，以及该平台的全球潜力。

增持

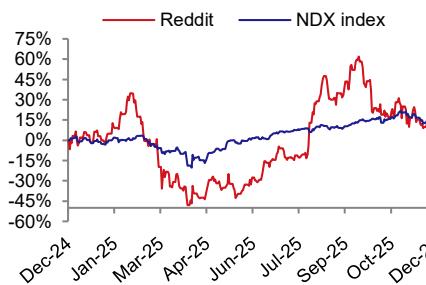
股价(2025年12月6日)

237美元

12个月目标价

300美元(+27%)

股价表现



资料来源：彭博

	1m	3m	12m
RDDT US	20.3	47.9	43.8
纳斯达克	2.1	14.5	12.8

行业：TMT

纳斯达克(2025年12月6日)	25,628.0
------------------	----------

重要数据

52周股价区间(美元)	80 - 283
-------------	----------

美股市值(十亿美元)	45
------------	----

日均成交量美股(百万股)	5
--------------	---

主要股东

Advance Publications, Inc.	22.27%
----------------------------	--------

FMR LLC	8.28%
---------	-------

The Vanguard Group, Inc.	6.46%
--------------------------	-------

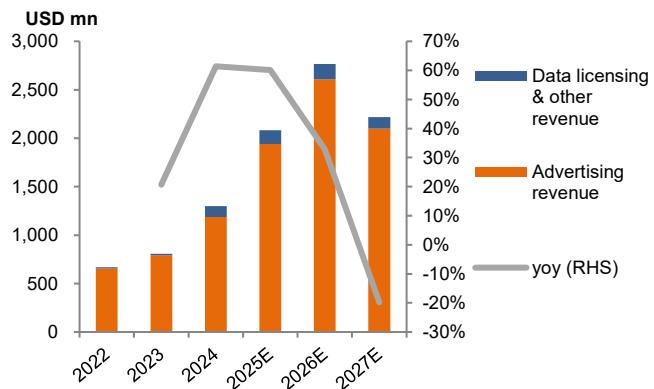
其他	62.99%
----	--------

相关报告

- 中/美互联网行业 - 2026年展望：AI、再投资与竞争 (推荐) (2025/12/4)
- 互联网行业 - 人工智能成本、变现与利润率：2026年科技巨头战略要点 (推荐) (2025/11/21)

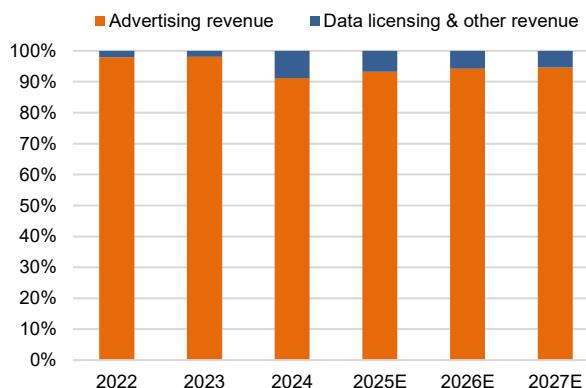
重点图表

图1: 收入表现



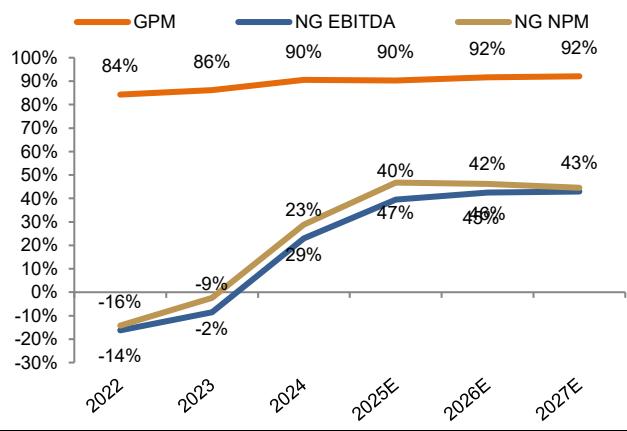
资料来源: 公司数据、招商证券(香港)预测

图2: 集团分类型收入



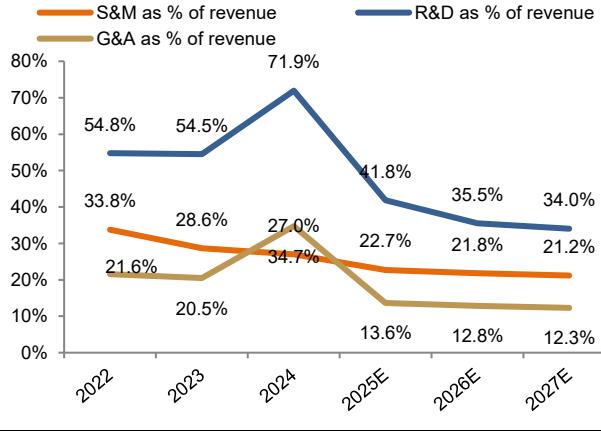
资料来源: 公司数据、招商证券(香港)预测

图3: 非GAAP利润率



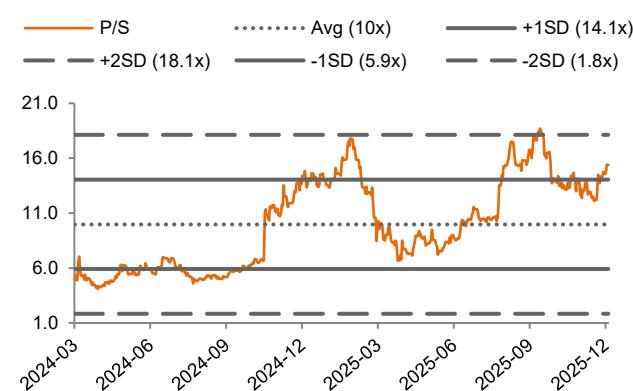
资料来源: 公司数据、招商证券(香港)预测

图4: 经营费率占收入比例



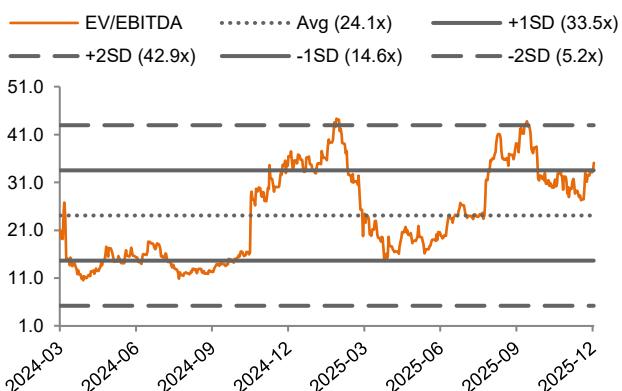
资料来源: 公司数据、招商证券(香港)预测

图5: 市销率区间



资料来源: 公司数据、彭博、招商证券(香港)

图6: EV/EBITDA区间



资料来源: 公司数据、彭博、招商证券(香港)

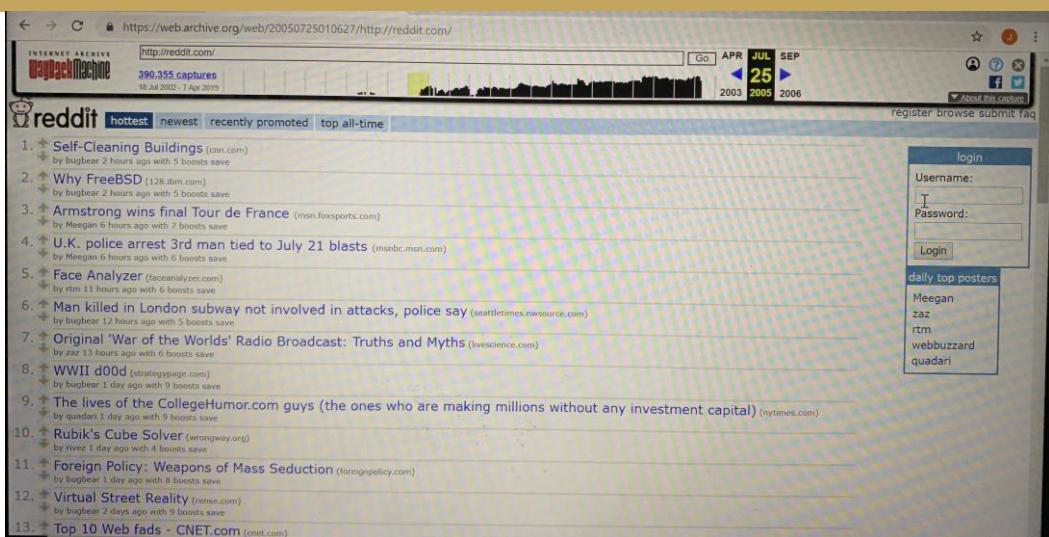
Reddit 独特之处

Reddit 的核心价值在于其高度繁荣的社区生态，用户增长数据呈加速趋势，有效对冲了“平台见顶或走弱”的悲观预期。2025年三季度，Reddit 日活独立用户达到 1.16 亿，构筑起极具黏性的用户生成内容护城河。Reddit 的内容以真实、独特的见解著称，在深度和多样性方面都表现出色。正是这种由社区驱动的高真实性、强时效内容叠加成熟的版主管理工具和高留存、高互动特征，使其对人工智能公司具有战略价值。

公司背景

Reddit 由弗吉尼亚大学学生霍夫曼（现任董事长兼 CEO）和亚历克西斯·瓦尼安（2020 年完全退出董事会）于 2005 年 6 月创立，Reddit 作为用户投稿和讨论的聚合平台而兴起，并获得 Y Combinator 早期资金支持。平台早期获得初步认可，但也面临挑战，包括 2006 年与 Infogami 项目合并引入协作网络工具强化社区功能，同年被 Advance Publications 收购，为用户快速增长提供规模化资源。2011 年，Advance Publications 将 Reddit 分拆为独立子公司，支持其自主发展，最终于 2024 年 3 月在纽交所上市。自创立以来，Reddit 从利基论坛演变为全球性平台，得益于子版块（ subreddit ）扩展、移动端优化及 API 集成等持续升级，推动内容分发与用户覆盖面显着扩大。

图7：Reddit的界面自创立以来（2005年版本如下）基本保持不变。平台展示来自基于主题的社区的帖子，这些社区被称为“subreddits”（始于2006年）。内容的热度取决于用户的点赞、点踩以及用户的参与度



资料来源：Reddit，招商证券（香港）

Reddit 为强社交属性、真实且高共鸣度内容使其面临的人工智能冲击风险相对有限

投资者核心担忧在于，Google AI Overviews、ChatGPT 等人工智能工具可能分流流量，并引发“流量下滑—内容创作意愿减弱—供给进一步恶化”的自我强化负循环。10月初 Reddit 股价承压，主要源于人工智能搜索引擎追踪机构 Promptwatch 数据显示，9月30日 Reddit 内容在 ChatGPT 回复中的引用占比仅 2%，较上月 9.7% 及 9 月峰值超 14% 大幅下滑（[链接](#)）；另一研究亦指出，自 9 月 10 日起 ChatGPT 引用占比由 29.2% 降至 5.3%（[链接](#)）。尽管如此，Reddit 仍是 9 月 ChatGPT 中被引用最多的社交媒体来源，平均占比 4.3%。这一下滑或与 OpenAI 产品调整、数据来源变更及人工智能搜索形态演进相关。从理论上讲，人工智能摘要普及以来行业外链导流整体下滑 20-40%，若持续减弱将挫伤发帖动力，导致数据陈旧化并削弱 Reddit 作为人工智能训练资源吸引力。但我们认为，用户与聊天机器人的本质关系仍是信息检索，若无 Reddit 等平台用户持续产出新用户生成内容，人工智能将缺乏最新内容供给——正如公司首席运营官所言，此点概括最到位。

公司首席运营官 Jen Wong 在接受采访时 表示：“公司押注平台内容质量与真实性，即便面对人工智能内容洪流也能维持优势。”

“我们已与机器人对抗 20 年。”

她进一步指出，未来 Reddit 数据对人工智能公司价值将持续提升：“谁来评测新车？亲身坐进去的人类用户。谁来描述食物口感？真正吃过的人才行。”（[链接](#)）

此外，相较 Stack Overflow 和 Quora 等结构化、事实导向的问答平台（大语言模型可轻松复制即时答案），Reddit 的核心优势在于其充满活力的社区驱动讨论、表情包文化及实时辩论，这些内容激发真实社交连接与主观洞察，而大语言模型难以真正仿真。与那些因僵化集中式审核流失用户的平台不同，Reddit 的去中心化子版块（ subreddit ）模式赋予细分社区自我管理和演化能力，确保平台适应性与持续参与度，避免贡献者流失。

图8: 受大语言模型显著影响的网站与服务

业务	用户/流量损失程度	大语言模型为什么影响核心商业模式和用户行为
Stack Overflow	流量下降 50%; 提问量较峰值下降 90%	像 ChatGPT 这样的 LLM 提供即时、免费的编程解决方案，减少了用户发帖或搜索的需求，直接侵蚀了依赖高互动和流量的广告支持模式。
Quora	流量下降 30%	用户转向人工智能获取快速的常识性答案，绕过人工问答，同时人工智能生成内容充斥平台，降低质量并驱逐贡献者，削弱了广告和付费模式。
Chegg	非订阅用户流量下降 49%; 订阅用户下降 40%	学生更倾向于使用免费的 LLM 完成作业，而不是付费专家解答，导致订阅收入和来自搜索引擎的流量锐减，人工智能概览进一步扰乱了流量来源。
Stack Exchange Network	问答帖下降 64%	在各类主题站点中，LLM 用即时回答取代社区投票答案，减少了发帖和互动，削弱了网络协作知识建设的核心。
Experts Exchange	活跃度下降约 25% (与其他问答平台类似)	LLM 吸走了寻求快速 IT 解决方案的用户，促使平台阻止数据被用于人工智能训练，同时在市场转向即时人工智能支持而非付费论坛时失去相关性。
JustAnswer	因人工智能使用导致信任和参与度显着下降	专家暗中依赖 LLM 回答，导致不准确和用户反感，用户转向直接使用人工智能咨询，削弱了付费专家咨询模式。
Upwork	与写作相关的自由职业者收入下降；整体职位发布情况不一，但部分类别净下降	用户绕过自由职业者，直接使用人工智能生成写作、翻译和基础编程工作，行为转向自助工具，侵蚀了平台基于人力匹配收取费用的模式。
WebMD	流量和广告收入显着下降 (依赖 SEO 的网站下降 15-31%)	用户直接向 LLM 咨询健康建议，而不是搜索 WebMD，流量从广告支持内容中被分流，扰乱了网站依赖信息查询实现盈利的模式。
G2	流量损失与依赖 SEO 的评论网站类似 (15-31%)	企业和用户直接获取人工智能总结的评论和对比，减少了访问 G2 进行软件评估的需求，削弱了其依赖用户生成内容的广告和潜在客户获取模式。
Course Hero	订阅和流量下降与 Chegg 类似 (超过 40% 下跌)	学生选择免费的人工智能作业解决方案，而不是上传文档寻求同伴/专家帮助，扰乱了依赖共享学术资源的订阅模式。

资料来源：媒体报道，招商证券（香港）

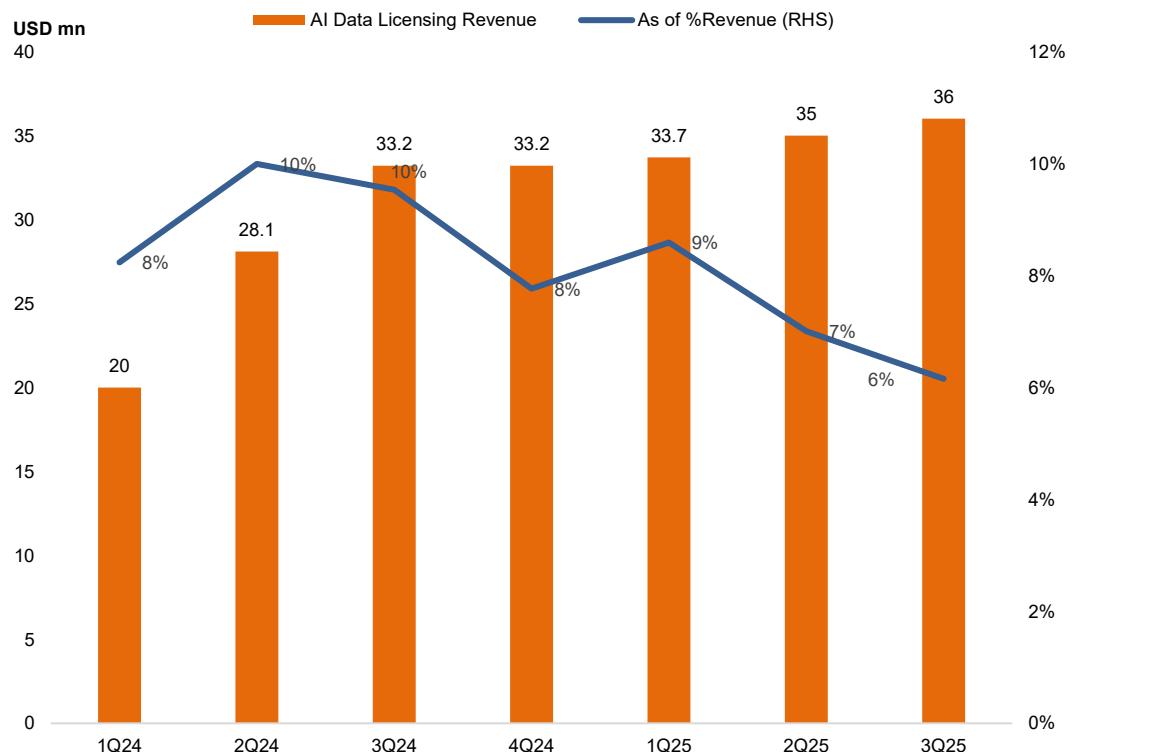
Perplexity 的诉讼有力佐证 Reddit 的数据资产价值

Reddit 对公司起诉 Perplexity 及三家数据抓取企业（[链接](#)），指控其绕过防护措施非法采集数据。为证实此点，Reddit 特意设置陷阱——发布仅通过 Google 搜索引擎可访问的测试帖文，而 Perplexity 的人工智能迅速完整复现，确认存在未经授权访问。Perplexity 否认指控，称不使用抓取内容训练模型，并将诉讼定性为对开放数据原则的威胁。该案在曼哈顿联邦法院提起，与 Cloudflare 类似策略相仿，后者亦捕获 Perplexity 无视爬虫限制行为。

人工智能授权协议与变现势头强劲：与 Google、OpenAI 合作（利用 Reddit 数据训练人工智能模型）在 2025 年三季度贡献 3,600 万美元“数据授权收入”，同比增长 7%，占集团收入比重由 2024 年三季度 10% 降至现时约 6%。尽管占比下滑，我们认为 Reddit 人工智能数据授权仍有上行空间——其他网站用户参与度大幅衰退导致内容供给萎缩，进一步强化大语言模型对“新鲜内容”的供给集中度。内容供给减少赋予 Reddit 等内容生产者更强的议价能力。考虑到主要大语言模型需借助搜索扩大用户基数并维持内容相关性，因此我们预计将进一步推动更多合作落地，如 Perplexity、Anthropic、Meta（可能性较低因其自有数据储备相对较弱），甚至与中国的大语言模型合作，前提是海外司法管辖区遵守知识产权规则。

Google与OpenAI协议:如图9显示,Reddit分别于2024年一季度与Google、二季度与OpenAI签署人工智能数据授权协议,预计年化规模6,000-7,000万美元。从Reddit的财报数据估算,我们预计两家公司平均季度贡献约3,200万美元人工智能协议收入。2025年前三季度人工智能协议收入持续增长,平均达3,500万美元/季度,同增11%,我们认为这部分增量主要源于协议中关于Reddit内容使用量增长的相关条款。

图9: Reddit与OpenAI和Google签署了人工智能数据许可协议,预计每年金额约为6,000万至7,000万美元



资料来源: 公司数据, Reddit, 招商证券(香港)

用户增长强劲

2025年三季度，日活独立用户(DAUq)同比激增19%至1.16亿(二季度为同增21%至1.104亿)，二季度和第三季度分别新增200万和600万用户，展现了平台强劲的季度同比增长趋势。月活跃用户数(MAU)约达6.8亿，同增13%，美国日活贡献约5,200万。季度收入暴增68%至5.85亿美元，得益于广告展示量增长54%及高互动话题挂钩的创新推广帖格式。远非衰退，这些趋势凸显Reddit向全球社交中心演进，夏季活动驱动的子版块在3月至7月期间的帖子数量增长高达8倍。

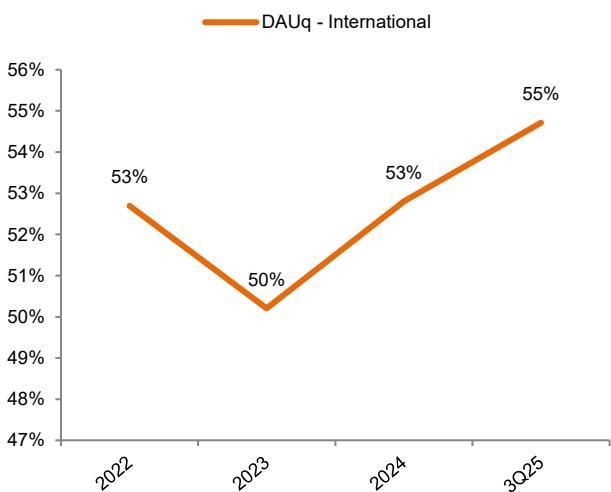
用户数据强劲，彰显持续高粘性

Reddit用户基础高度多元化，刻板印象中Reddit用户多为20出头、技术娴熟的年轻男性(常具大学学历、偏自由派)，热衷沉浸游戏、表情包及科学子版块数小时。然而，Reddit的用户群体呈现出日益增长的**性别多样性**，最新数据显示女性用户占比已达51%，主导美容、育儿及健康类社区互动，推动整体参与度提升。总体而言，这种用户原型体现了高度活跃的网民形象，他们喜欢浏览热门的AMA(Ask Me Anything,问我任何问题)和各种阴谋论。**年龄分布**更趋成熟，用户不止限于青少年，25-34岁群体占比26.5%，35-44岁达18%，反映专业人士活跃于财经及职场建议论坛。**地理分布**中51%为国际用户(非美)，英国、加拿大、印度、巴西贡献突出，形成多语种活跃社区，话题覆盖K-pop至全球政局，强化平台全球社交属性。

国际市场成为核心增长引擎

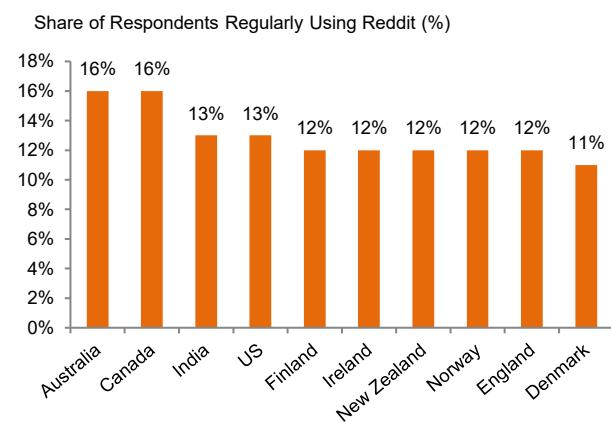
Reddit 加速国际化布局，非美日活独立用户达 6,400 万，较 2024 年底 5,400 万净增 1,000 万，贡献集团总 DAU 增量的 70%。此外，2025 年三季度国际未登录用户（无账号浏览者）达 3,700 万，同比增长 42%。强劲海外扩张得益于平台持续本地化优化，包括 2025 年将人工智能功能扩展至 30 多个国家，并在印度、巴西、英国等高潜力市场加大营销投放。三季度国际收入 1.05 亿美元，同比增长 78%，较 2024 年同期增速 30% 显着提升，显示海外变现潜力凸显。根据 2024 年调研，除美国外，Reddit 在英语为主要语言的国家（如澳大利亚、加拿大、印度）及欧美发达市场渗透率最高。

图10：国际地区日活跃用户占比（%）



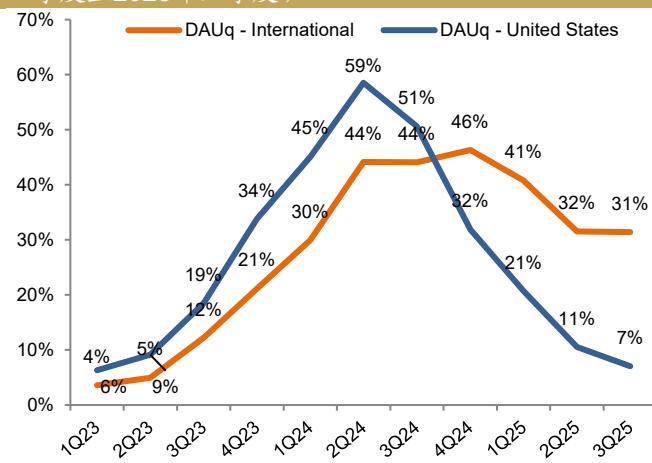
资料来源：公司数据，招商证券（香港）预测

图11：Reddit最受欢迎的国家（2024年调查）



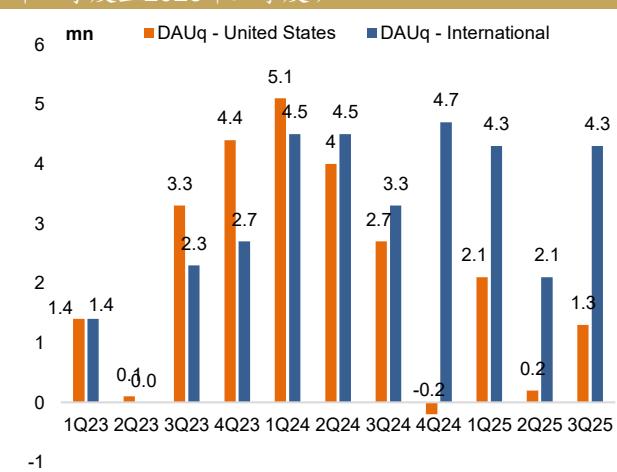
资料来源：Statista，招商证券（香港）

图12：美国与国际地区日活跃用户同比增长（2023年一季度至2025年三季度）



资料来源：公司数据，招商证券（香港）预测

图13：美国与国际地区日活跃用户环比净新增（2023年一季度至2025年三季度）

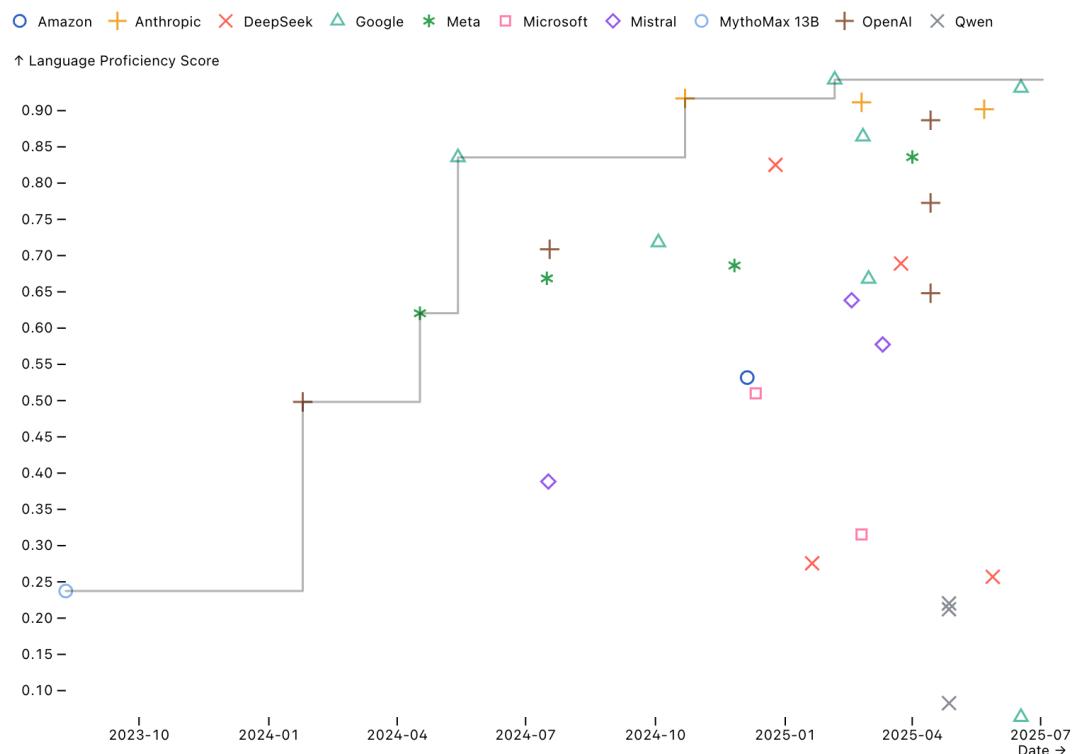


资料来源：公司数据，招商证券（香港）预测

Reddit 人工智能驱动翻译功能至 2025 年中扩展至 23 种语言，大幅助推国际用户增长。非美日活用户 2024 年底同增 44%，2025 年二季度全球达 1.1 亿。该功能覆盖法国、巴西、印度等 30 多个国家，通过本土语言无缝参与提升互动率，在目标市场贡献 53% 爆发式增长。尽管存在偶发误译及语境偏差（如 X 平台用户反馈），但整体显着提升社区可及性与搜索引擎曝光，吸引新生用户入驻，推动 2025 年二季度收入达 5 亿美元，其中人工智能本地化贡献显着。尽管细分内容翻译精度仍有挑战，该功能对 Reddit 全球扩张及用户留存构成正面影响。

图14: 人工智能语言翻译已经取得了显着提升，并且还在不断改进

Model performance over time

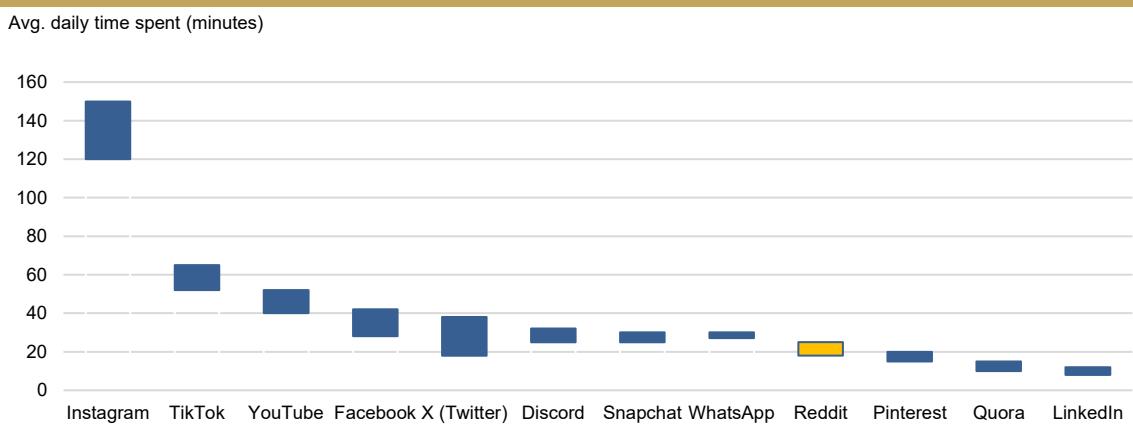


资料来源: arxiv, 招商证券(香港)

用户时长在同类平台中具竞争力，但受内容属性限制难以匹敌短视频

- Reddit 平均日均使用时长超 20 分钟，略高于 Pinterest、Quora 等静态内容社交平台，但远低于 Instagram、TikTok 等视频倾斜平台。我们预计得益于用户参与度高，加上社交媒体环境相对成熟以及人工智能驱动推荐能力提升，用户使用时长将进一步适度增长。
- 持续产品迭代显著提振参与度，如 2023 年移动端的重新设计优化加载速度、导航体验及视频融合。
- 内容高度契合 Z 世代/千禧一代（18-29 岁用户占比 44%），推动日均时长同增 3.6%，在成熟的市场环境中罕见实现正增长（Facebook -2.6%、Snapchat -3.4%、TikTok -7%，2025 年 7 月数据（[链接](#)））。
- 选举年政治表情包及细分社区病毒传播，进一步强化平台自然引流效应。

图15：用户在Reddit上的平均每日使用时长略长于主要以静态内容为主的社交媒体（如Pinterest和Quora），但短于以视频内容为主的社交媒体（如Instagram和TikTok）



资料来源: SimilarWeb, eMarketer, Statista, 媒体报道, 招商证券(香港)

广告业务

Reddit 2025 年增长蓝图聚焦人工智能能力强化广告效能与数据变现，如语境定向投放及评论区植入等创新，利用平台独特性洞察提升 ROI。与 Google AU 数据授权协议及 OpenAI 扩展合作，将人工智能从流量风险转化为收入贡献，同时提升在 Google AI Overviews 等工具中的曝光。

从广告主视角看，Facebook、Reddit、X 及 Discord 用户部分重叠但定位分明：Facebook 主打广域身份社交；Reddit 专注匿名细分讨论；X 提供实时新闻快讯；Discord 强调游戏科技实时社区聊天。这种差异化使其互补，用户多栖以满足多元社交需求，Reddit 相较 Meta、Snapchat 或 Pinterest 保持高独特受众覆盖，助力广告主触达更多高参与用户，实现精准扩围。

图 16：从广告商的角度来看，Reddit与Facebook的比较：与其他社交媒体平台相比，Reddit用户与Facebook的用户重叠度相对较低

特征	Reddit	Facebook
主要定位	在特定社区（子版块）中进行讨论和信息分享	与朋友和家人建立个人联系并分享动态
社区结构	基于兴趣的子版块，通常匿名	基于现实世界的关系和个人网络
内容验证	主要依靠社区用户点赞提升质量、点踩纠正不准确内容	由算法驱动，单个帖子的用户验证较少
用户身份	匿名性普遍存在，允许更开放的讨论	身份通常与现实世界的个人档案绑定

资料来源：arxiv, 招商证券（香港）

我们认为以下引自专家评论的话语最能印证 Reddit 独特的受众群体、用户参与度和对广告商的价值：

“Reddit 独特之处在于没有直接竞争对手，但以不同维度与多平台竞争。Meta 显然是最大对手，甚至 Google 搜索在某些层面亦构成竞争，YouTube 影响力同样巨大。就 Meta 而言，其规模远超 Reddit，Facebook 渗透率更高。”

Reddit 的差异化在于细分话题的深度互动，我看到 Facebook 在这方面做得不够好。Facebook Groups 是他们提供的功能，类似于 Reddit 的子版块，但这就像房子和家的区别。Facebook Groups 聚集的人往往是你认识的，或者兴趣爱好比较广泛，而 subreddits 则真正聚集了陌生人。他们因为某个非常具体的爱好而聚集在一起。

广告主选 Facebook 主求覆盖与精准定向；Reddit 强调社区、真实性、信任及品牌核心讨论场所。从文化角度来看，Reddit 有时被视为与 Facebook 截然相反。它不那么注重个性和虚荣心，不那么关注网红或类似的东西，也不那么在意人际关系，而是更注重集体智慧和幽默感。你们的目标受众群体截然不同。

我认为 Reddit 之所以能取得如此成就，是因为它本身就是一个高关注度的平台，尤其是在转化率方面，它的表现确实远超预期。不过，Reddit 在提升转化率方面也进步显着。比如动态产品广告，我知道他们已经取得了非常显著的成效。我认为近期 Reddit 的增长主要体现在转化漏斗底部的优化上。他们也开始在价格等方面展开更多竞争。至于覆盖范围，Facebook 在这方面显然更胜一筹。”资源来源：AlphaSense (Former Partner at Reddit Inc. Is Positive About International Growth and Monetization Despite Algorithm Risks, 2025年7月)。

与主要社交媒体平台（Meta、Pinterest、Snap 和知乎）的同业对比：Reddit 仍处于增长阶段，而同业的收入/利润增长率已趋于成熟。

收入规模较 Meta 为小但增速为同业中最快：

- 相较 Meta、Pinterest、Snap 及知乎，Reddit 收入体量偏小，此前上市前更重用户增长而非变现（即广告业务）。但近年收入高速增长，2022-2024 年复合增速显着。
- 2025 年三季度 Reddit 集团收入同比增长 68%，得益于广告 ARPU 增速 47% 及用户增长 19%。四季度预计延续增长势头，我们预测 2025 财年收入预计同比增长 65%。2026 财年同比增长 38%。与同业相比，Reddit 2025 财年 65% 的收入增速远超同业（Meta 21%、Pinterest 16%、Snap 10%、知乎 -23%）；而 2026 财年 38% 的收入增速亦高于同业（Meta 18%、Pinterest 14%、Snap 14%、知乎 -0.6%）。

用户基数增长快于同业：

- 2022-2024 年日活用户复合增速达 33%。2025 年三季度，尽管基数较高，日活仍达 1.16 亿，同比增长 19%，增速领先所有同业：Meta 三季度日活 35 亿、同比增长 8%（Facebook 为 21 亿），Snap 为 4.77 亿、同比增长 8%。

每用户总收入快速提升，Reddit 广告变现优先战略见效：

- Reddit 每用户总收入从 2021 年的 9.0 美元快速升至 2024 年的 12.8 美元，反映广告变现优先布局。Meta、Pinterest 及 Snap 同期亦呈上升趋势，并延续至 2025 年预期。
- 2024 年绝对值看，每用户总收入为 Meta（49.8 美元）及知乎（32.9 美元）最高，Reddit 12.8 美元低于同业均值 26.9 美元，提升空间显着。
- 2025 年三季度，每用户总收入达 5.0 美元，同比增长 41%（二季度同比增长 47%）；远超 Meta 8%、Pinterest 5%、Snap 8% 的同比增长。整体而言，过去几年每用户总收入呈上升趋势，但增速自 2024 年二季度起有所放缓。

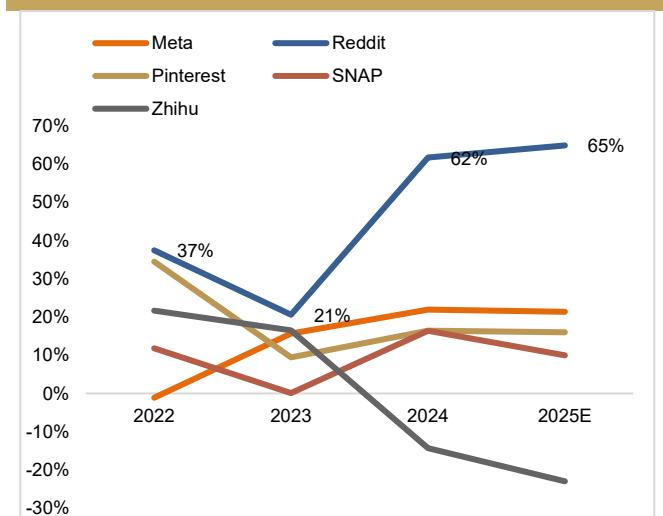
随收入规模提升，EBITDA 利润率快速扩张：

- 利润率扩大：2021-2024 年 Reddit 非 GAAP EBITDA 利润率低于同业，但 2024 年上市后显着改善。我们预计 2025 财年非 GAAP EBITDA 利润率达 38%，2027 财年升至 43%。Meta 2025 年非 GAAP EBITDA 利润率预计为 54%，我们认为 Reddit 定位良好，有望缩小与 Meta 差距。
- 每用户利润：2022-2024 年精选同业及 Reddit 均呈扩张趋势。Reddit 非 GAAP EBITDA/用户持续提升，2025 年三/二季度达 2.0/1.5 美元（较去年同期 1.0/0.4 美元近翻倍），2025 全年预计将达 6.9 美元。同业对比：Meta 最高，2021-24 年均值 22.9 美元，2025 年预期 32.2 美元；知乎最低仍为负值但亏损率在 2025 年持续收窄；Pinterest 及 Snap 较低，2021-25 年约 0-1 美元。

对比 Meta，每用户财务指标差距持续收窄：

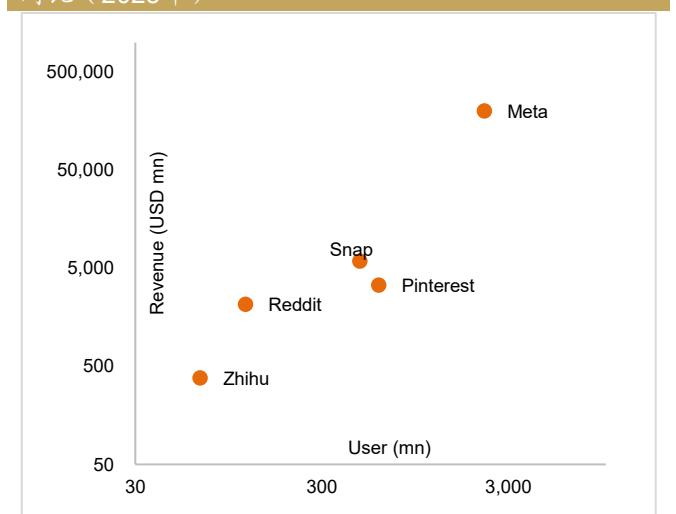
- 我们预计 Reddit 每用户收入及 EBITDA 指标上行潜力巨大，有望显着缩小与 Meta 差距，提供长期持续增长动能。2022 年 Reddit ARPU 折价 81%，至 2025 年三季度收窄至 78%；每用户 EBITDA 折价由 2022 年的 107% 降至 2025 年三季度的 85%。这些差距仍显着，反映 Reddit 变现仍处起步阶段。

图17: 所选可比公司的收入同比增速 (2025年)



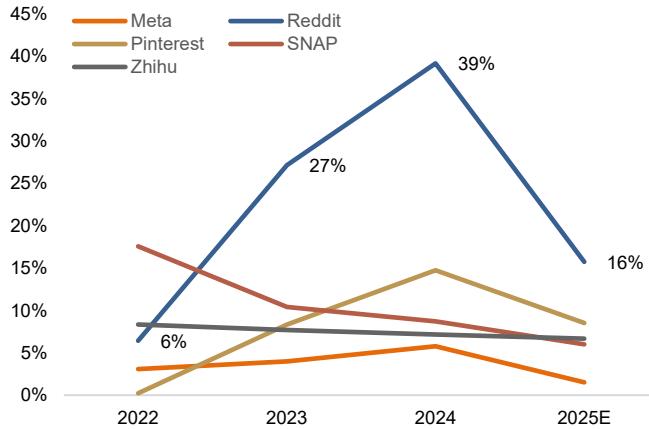
资料来源：公司数据、招商证券（香港）

图18: 所选可比公司的每用户总收入 (右轴) 及Meta对比 (2025年)



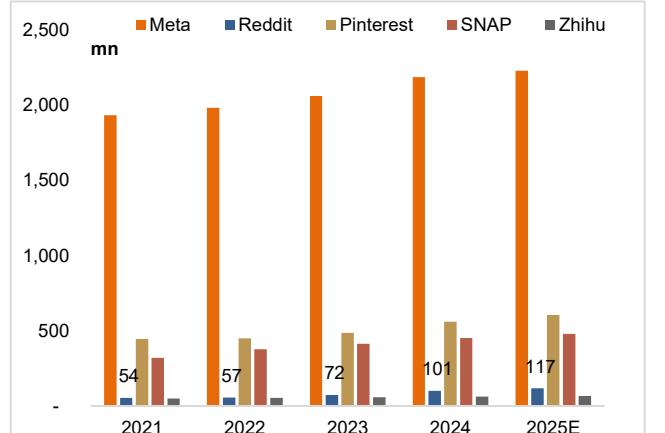
资料来源：公司数据、招商证券（香港）

图19: 可比公司的日活跃用户同比增速 (2025年)



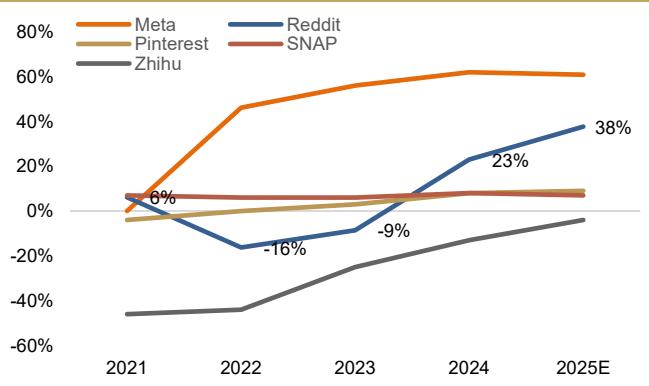
资料来源：公司数据、招商证券（香港）预测

图20: 所选社交媒体可比公司的日活跃用户数



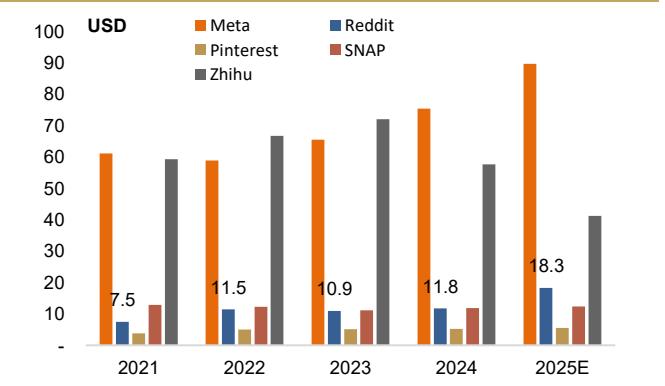
资料来源：公司数据、招商证券（香港）预测

图21: 可比公司的非GAAP EBITDA利润率 (2025年)



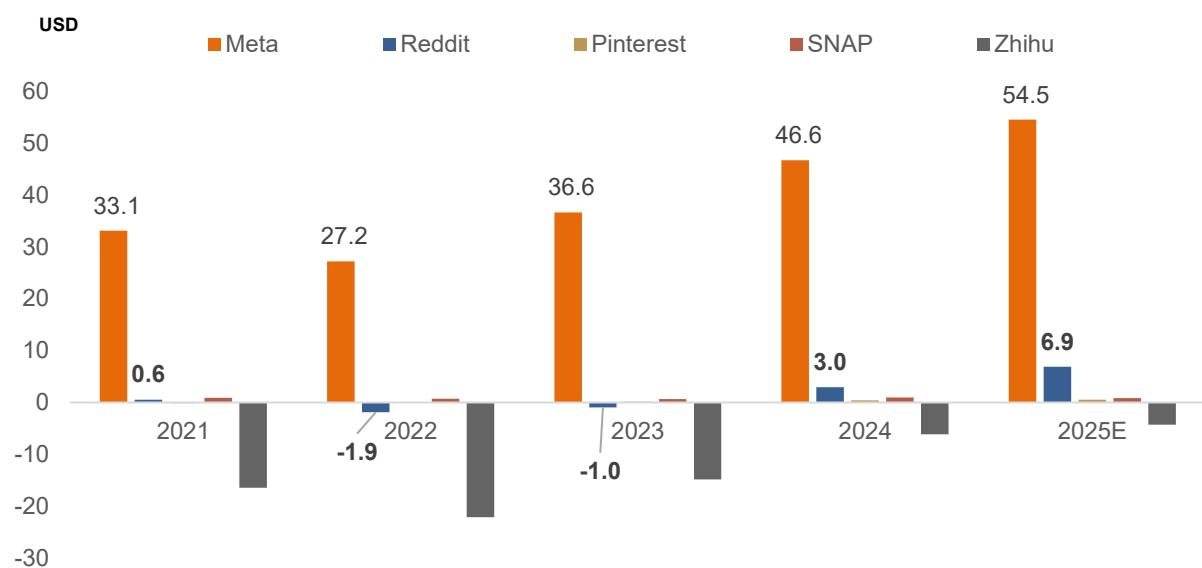
资料来源：公司数据、招商证券（香港）预测

图22: 可比公司的每用户收入 (2025年)



资料来源：公司数据、招商证券（香港）预测

图23: 所选社交媒体可比公司的每用户EBITDA (2025年)



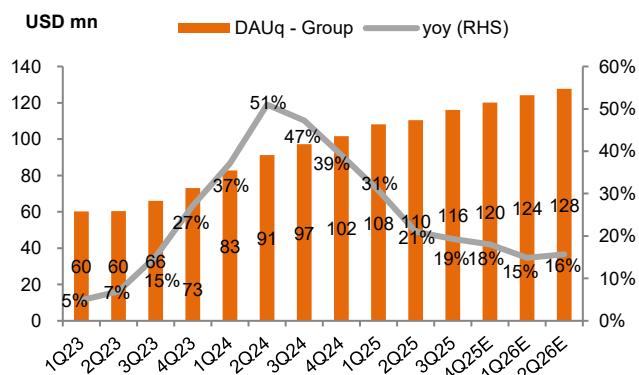
资料来源：公司数据、招商证券（香港）预测

财务分析

收入

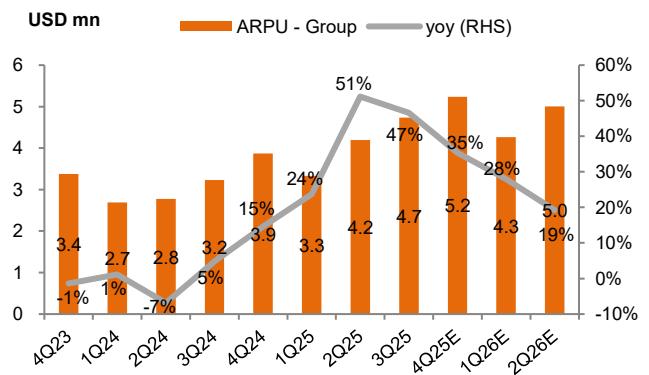
- 2022-2024年，Reddit总收入稳步增长，得益于日活独立用户平均同比增长24%的强劲扩张。2025年收入增速保持稳健，但伴随基数扩大有所放缓。
- 2025年三季度收入达5.85亿美元，同比增长68%（2025年二季度同比增长78%），广告收入暴增75%至5.49亿美元，主要得益于美国ARPU达到8.6美元（同比增长63%），并得到国际扩张的支持，国际ARPU同比增加2023年三季度的1.6美元。值得注意的是，2025年三季度业绩超分析师预期6%。我们预计2025年ARPU达5.6/18.2美元。
- 管理层指引2025年四季度收入6.55-6.65亿美元（超共识6.39亿美元3.3%）。
- 展望2026财年，收入预计同比增长37%，ARPU同比增长22%、DAU同比增长13%。
- 我们认为人工智能数据授权将持续支撑收入，如前文所述，Reddit为人工智能公司（例如OpenAI和Google）提供了极具价值的最新社交驱动型用户生成内容数据。我们预计人工智能数据2025财年贡献1.41亿美元（占收入7%），基准情景下至2027年复合增速13%，达1.79亿美元（同比增长18%）。

图24：季度日活跃用户数及同比增速（%）



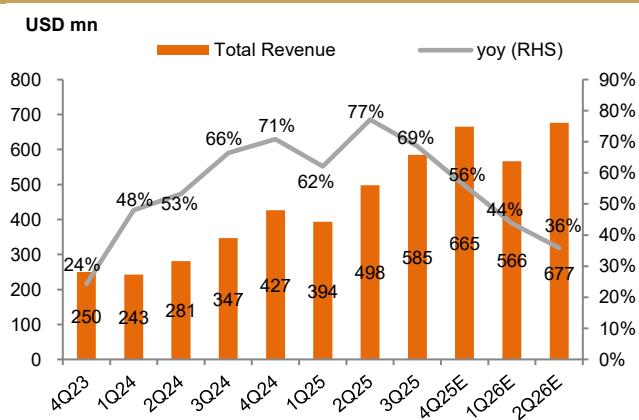
资料来源：公司数据、招商证券（香港）预测

图25：季度每用户平均收入及同比增速（%）



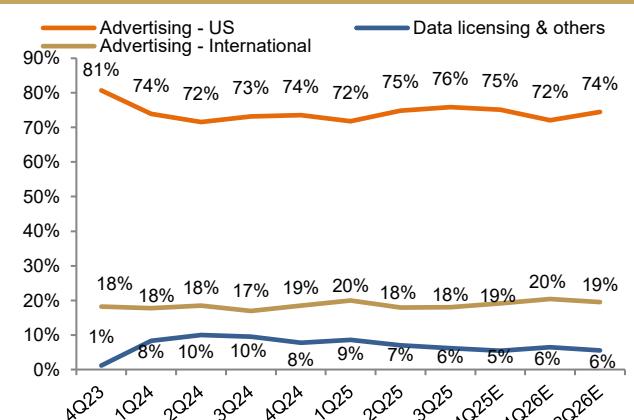
资料来源：公司数据、招商证券（香港）预测

图26：季度收入及同比增速（%）



资料来源：公司数据、招商证券（香港）预测

图27：美国、国际及人工智能数据交易的占比（%）

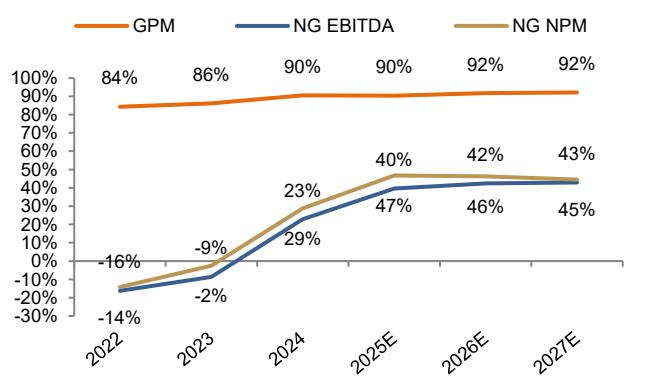


资料来源：公司数据、招商证券（香港）预测

利润率与盈利能力

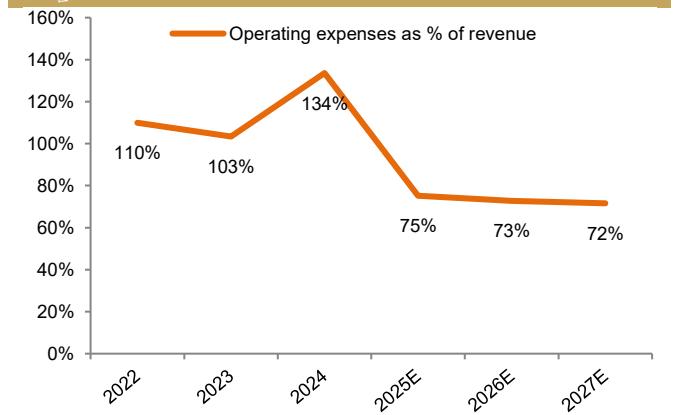
- Reddit 2022-2024 年保持高位稳定毛利率近 90%，收入增速显着快于成本端扩张。2025 年三季度毛利率达 91%（2025 年二季度亦为 91%），我们预计 2025 财年毛利率将与 2024 财年持平，维持在 90%。
- 2024 年 IPO 期间运营费用同比增长 109%（占收入 134%），研发支出同比激增 72%至 9.35 亿美元。至 2025 年三季度，研发仍为最大费用项占收入 34%（2025 年二季度为 39%），销售与管理费用合计微降至 34%（2025 年二季度为 38%）。平台规模化后费用率压缩空间巨大，有望显着提升营业利润/EBITDA 利润率。
- 盈利能力大幅改善：**非 GAAP EBITDA 2022-2024 年持续增长，2025 年三季报达 2.4 亿美元（24 年二季度为 9,400 万美元），管理层指引 25 年四季度非 GAAP EBITDA 介乎 2.75-2.85 亿美元，我们预计 2025 财年为 7.65 亿美元（同比增长 198%）。非 GAAP 营业利润率（近似非 GAAP EBITDA 利润率）2024 年转正，三季度同比增长 49%。
- 净利润由 2025 年二季度 8,900 万美元升至 2025 年三季度 1.63 亿美元，负所得税及利息收入也对利润有所贡献。2025 年三季度利息收入 2,200 万美元（与前几个季度持平），占三季度税前利润的 14%。

图28：主要利润率正在改善



资料来源：公司数据、招商证券（香港）预测

图29：随着收入扩大和效率提升，运营费用比率持续改善

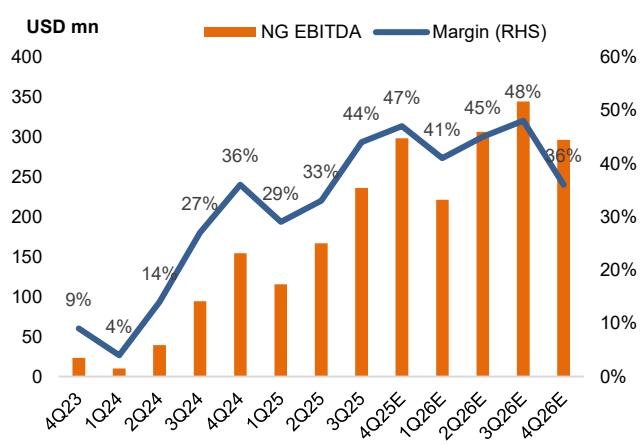


资料来源：公司数据、招商证券（香港）预测

资产负债表与现金流

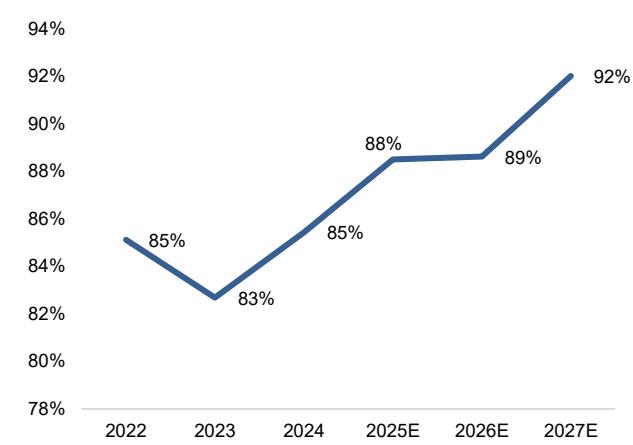
- 资产负债表持续强劲，近年来净现金/股东权益不断提升。2023 年净现金/股东权益为 83%，2024 年提升至 85%，预计 2025 年预测将达到 88%。
- 得益于净利润的强劲增长，Reddit 的经营性现金流近年来表现出强劲增长趋势，预计未来几个季度将延续这一态势。鉴于公司资本开支低、轻资产运营模式，自由现金流与经营性现金流基本一致。
- 25 年三季度自由现金流(按 TTM 计算)达到 5.1 亿美元，同比增长 387%；同期自由现金流(年化)/市值为 2.2%。

图30: EBITDA及EBITDA利润率(%)



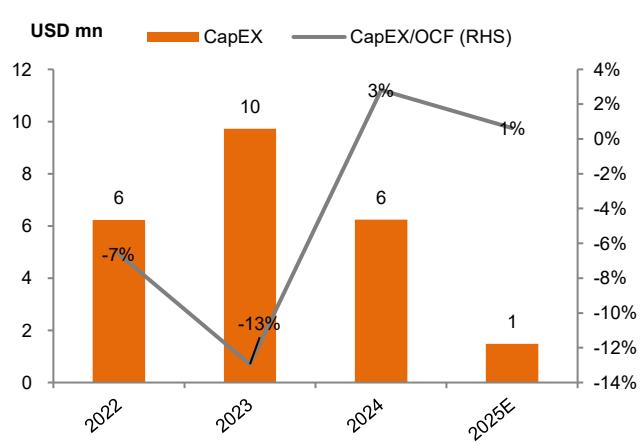
资料来源：公司数据、招商证券（香港）预测

图31: 净现金/股权比例(%)



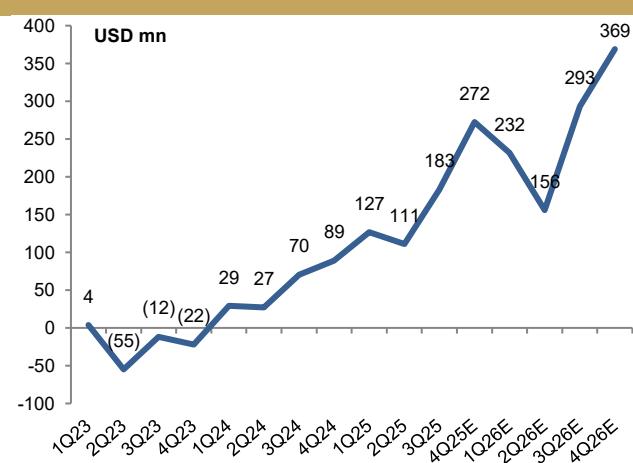
资料来源：公司数据、招商证券（香港）预测

图32: Reddit的资本支出有限，保持轻资产的商业模式



资料来源：公司数据、招商证券（香港）预测

图33: Reddit自由现金流(按季度)



资料来源：公司数据、招商证券（香港）预测

图 34: Reddit 2025 年三季度业绩表, 总体表现大幅超出预期

百万美元	3Q24	2Q25	3Q25	2Q25 yoy	3Q25 yoy	2Q25 qoq	3Q25 qoq	与彭博一致预测对比	
								3Q25	% 差异
收入	348	500	585	78%	68%	27%	17%	550	6%
收入成本	-35	-46	-53	56%	52%	24%	14%	-51	3%
毛利	314	454	532	80%	70%	28%	17%	500	6%
市场营销费用	-75	-121	-129	69%	73%	33%	7%	-126	2%
技术与研发费用	-167	-197	-196	38%	18%	3%	0%	-213	-8%
管理及行政费用	-66	-69	-69	0%	5%	-1%	0%	-76	-10%
营业利润	7	68	139	n.a.	1921%	1635%	105%	88	57%
非 GAAP 营业利润	82	157	222	372%	172%	76%	42%	197	13%
利息支出	21	21	22	1%	5%	3%	6%	19	17%
税前利润	30	89	161	n.a.	438%	264%	81%	108	49%
所得税费用	-0.0	-0.4	-2.1	103%	6629%	-74%	375%	3.1	n.a.
报告净利润	30	89	163	n.a.	445%	241%	82%	105	54%
非 GAAP 净利润	105	178	246	229%	135%	60%	38%	214	15%
现金总额	1,745	2,060	2,226						
总债务	22	19	18						
净现金 (或净债务)	1,723	2,041	2,208						
净现金 (债务) / 股权比率	87%	86%	85%						
关键运营数据 (百万)									
日活跃用户数	97	110	116	21%	19%	2%	5%		
每付费用户平均收入	3.2	4.2	4.7	51%	47%	26%	13%		
关键比率 (%)									
毛利率	90.1	90.8	91.0	1.3pp	1.0pp	0.3pp	0.2pp	90.9	0.1pp
营业利润率	2.0	13.6	23.7	24.6pp	21.7pp	12.6pp	10.1pp	16.1	7.6pp
非 GAAP 营业利润率	23.4	31.4	38.0	19.6pp	14.5pp	8.6pp	6.6pp	35.8	2.2pp
股东净利率	8.6	17.9	27.8	21.5pp	19.2pp	11.2pp	9.9pp	19.1	8.7pp
非 GAAP 股东净利率	30.0	35.7	42.1	16.4pp	12.1pp	7.3pp	6.4pp	39.0	3.1pp

资料来源: 公司数据、彭博、招商证券(香港)预测

图35: Reddit收入、利润率与盈利预测摘要

百万美元	2024	2025E	2026E	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25E	1Q26E	2Q26E
美国周活跃用户数	172	187	201	178	181	188	187	189	193
国际周活跃用户数	207	257	300	223	235	256	259	266	278
集团周活跃用户数	379	443	501	401	416	444	446	455	472
美国季度日活跃用户数	48	52	56	50	50	52	53	54	54
国际季度日活跃用户数	54	66	77	58	60	64	67	71	73
集团季度日活跃用户数	102	118	133	108	110	116	120	124	128
美国广告每用户平均收入	20	31	40	6	7	9	9	8	9
国际广告每用户平均收入	5	6	7	1	1	2	2	2	2
集团广告每用户平均收入	12	17	21	3	4	5	5	4	5
美国季度日活跃用户/周活跃用户比率	28%	28%	28%	28%	28%	28%	28%	28%	28%
国际季度日活跃用户/周活跃用户比率	26%	26%	26%	26%	26%	25%	26%	27%	26%
集团季度日活跃用户/周活跃用户比率	27%	27%	27%	27%	26%	26%	27%	27%	27%
同比增长									
美国季度日活跃用户同比增长	32%	9%	7%	20%	10%	8%	10%	7%	9%
国际季度日活跃用户同比增长	46%	22%	18%	41%	31%	31%	26%	22%	22%
集团季度日活跃用户同比增长	39%	16%	13%	31%	21%	19%	18%	15%	16%
美国广告每用户平均收入同比增长	6%	53%	30%	29%	69%	63%	45%	36%	25%
国际广告每用户平均收入同比增长	5%	31%	21%	29%	27%	33%	27%	22%	21%
集团广告每用户平均收入同比增长	8%	46%	22%	24%	52%	47%	35%	28%	19%
合并收入	1,300	2,138	2,957	392	500	585	661	573	684
美国广告收入	953	1,600	2,173	282	374	444	501	412	507
国际广告收入	232	401	583	78	89	105	128	117	132
集团广告收入	1,185	2,001	2,756	360	463	549	629	529	639
数据许可及其他收入	115	141	150	34	35	36	36	37	37
合并收入	62%	64%	38%	61%	78%	68%	55%	46%	37%
美国广告收入	49%	68%	36%	57%	86%	74%	59%	46%	36%
国际广告收入	53%	72%	45%	82%	72%	78%	61%	49%	48%
集团广告收入	50%	69%	38%	62%	83%	75%	60%	47%	38%
百万美元	2024	2025E	2026E	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25E	1Q26E	2Q26E
毛利	1,177	1,943	2,711	355	454	532	602	516	623
同比增长	70%	65%	40%	65%	80%	70%	52%	45%	37%
报告营业利润	-561	391	844	4	68	139	181	77	183
同比增长	300%	n.a.	116%	n.a.	n.a.	1921%	242%	1875%	170%
报告净利润	-484	548	1,171	26	89	163	270	187	244
同比增长	433%	n.a.	114%	n.a.	n.a.	445%	281%	614%	174%
非 GAAP 净利润	317	907	1,626	112	178	246	371	294	349
同比增长	n.a.	186%	79%	4469%	229%	135%	137%	163%	96%
利润率									
毛利率	90.5%	90.9%	91.7%	90.5%	90.8%	91.0%	91.0%	90.0%	91.0%
营业利润率	-43.1%	18.3%	28.5%	1.0%	13.6%	23.7%	27.3%	13.4%	26.7%
净利润率	-37.2%	25.7%	39.6%	6.7%	17.9%	27.8%	40.9%	32.6%	35.7%
非 GAAP 净利润率	24.4%	42.4%	55.0%	28.4%	35.7%	42.1%	56.1%	51.2%	51.0%
净现金(净债务)	1,820	2,483	3,548	1,931	2,041	2,208	2,483	2,759	2,906
净现金(债务)/股权比率	85%	88%	89%	87%	86%	85%	88%	92%	90%

资料来源：公司数据、招商证券(香港)预测

估值

图36: Reddit DCF估值

百万美元	2024	2025E	2026E	2027 E	2028E	2029 E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E
收入	1,300	2,138	2,957	4,015	5,308	6,846	8,631	10,657	12,908	15,362	17,991
同比增速	62%	64%	38%	36%	32%	29%	26%	23%	21%	19%	17%
调整后 EBITDA	241	749	1,298	1,781	2,408	3,174	4,088	5,154	6,372	7,737	9,241
同比增长	n.a.	211%	73%	37%	35%	32%	29%	26%	24%	21%	19%
调整后 EBITDA 利润率	19%	35%	44%	44%	45%	46%	47%	48%	49%	50%	51%
营运资本变动	-30	-67	-274	-225	-268	-311	-353	-392	-428	-458	-483
资本支出	-10	-6	-7	-8	-9	-11	-12	-14	-15	-16	-17
占收入的百分比	0.7%	0.3%	0.3%	0.2%	0.2%	0.2%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
无杠杆自由现金流	201	675	1,017	1,548	2,130	2,852	3,723	4,748	5,930	7,263	8,741
自由现金流利润率	n.a.	235%	51%	52%	38%	34%	31%	28%	25%	22%	20%
自由现金流折现 终值	609	826	1,134	1,407	1,697	1,997	2,296	2,585	2,854	3,096	113,446

WACC	每股权益价值 (百万美元)	目标价对应估值倍数	2025E	2026E	2027E
无风险利率	3.5%	永续增长率	3.0%	市盈率 (倍)	110
Beta	1.20	自由现金流现值	18,502	市销率 (倍)	28
股权风险溢价	6.5%	终值现值	40,183	P/FCF(倍)	90
权益成本	11.3%	企业价值	58,684	EV/EBITDA(倍)	78
债务成本	4.0%	2024 年净现金 (负债)	-1,820		45
债务占比	5.0%	权益价值	60,505		33
有效税率	-0.8%	流通股数 (百万)	201		
WACC	10.9%	每股价值	300		

资料来源：公司数据、招商证券（香港）预测

潜在市场规模情景分析了 Reddit 在 2030-2040 年期间的运营预测 (日活用户、每用户平均收入、收入等)。

- 我们将关键指标与 2040 年步入成熟阶段的 Facebook 进行对比，对复合年增长率进行预测。例如，我们预计美国季度日活用户在 15 年间实现 2% 的复合年增长率。
- Reddit 的运营指标以 Facebook 全球日活用户和每用户平均收入的比例来衡量。例如，我们认为 Reddit 的全球日活用户可以达到 1.9 亿，2040 年增长至 6.91 亿，后者相当于 2040 年 Facebook 全球日活用户 (37 亿) 的 33%。
- 我们对 Reddit 在 2030 年和 2040 年里程碑的假设，构成“两阶段”增长周期。这得出了 CAGR 分析：集团收入在 2025 年预测增长 75%，2026 年预测增长 36%。预计集团收入将在 2026 至 2030 年间实现 21% 的复合年增长率，随后至 2040 年为 12%。
- 假设 2030 年 EBITDA 利润率为 55%，2040 年为 60%，目前为 42%，近年来已从 2024 年的 23% 快速提升。我们认为 55% 的乐观假设是可实现的，接近 Meta 2025 年预测非 GAAP EBITDA 利润率 56%。

结果：我们的研究预计 Reddit 广告收入到 2030 年将达到约 63 亿美元，非 GAAP EBITDA 将达到 36 亿美元，在 2026 至 2030 年期间实现 29.4% 的复合年增长率，2040 年将达到约 120 亿美元 (2030 年至 2040 年的复合年增长率为 12.6%)。

图 37：关于总可寻址市场 (TAM)、收入和调整后 EBITDA 增长潜力的情景分析，预计非 GAAP EBITDA 在 2026 至 2030 年间将以 29.4% 的复合年增长率 (CAGR) 增长

#1		#2		#3							
Facebook		2025	2040	2024E Reddit as % of FB assumption		Reddit			Midway Stage 1	Longer term Stage 2	
		FB (mn)	FB (mn)			(mn)	2024	2025	2026	2030	2040
DAUq - United States		200	269	45%		DAUq - United States	48	52	56	70	12
DAUq - International		1,900	3,422	30%		DAUq - International	54	66	77	120	57
DAUq - Group		2,100	3,691	33%		DAUq - Group	102	116	131	190	69
ARPU - US		221	397	45%		ARPU - US	20	32	40	65	9
ARPU - International		32	58	40%		ARPU - International	4	7	9	14	1
ARPU - Group		50	82	56%		ARPU - Group	12	17	20	33	21
Advertising - US		44,100	106,891	27%		Advertising - US	953	1,680	2,257	4,531	12,01
Advertising - International		60,900	197,523	12%		Advertising - International	232	458	700	1,736	7,30
Advertising - Group		105,000	304,414	18%		Advertising - Group	1,185	2,138	2,957	6,267	19,32
VR/AR		2,143	6,213			Other Revenue	115	141	150	385	59
Total Group revenue		107,143	310,626	19%		Total Group revenue	1,300	2,279	3,107	6,652	19,92
CAGR assumptions											
DAUq - United States		2.0%				YOY%		2025	2026	CAGR	CAGI
DAUq - International		4.0%				DAUq - United States		8.5%	7.1%	5.8%	5.6%
DAUq - Group		3.8%				DAUq - International		22.0%	18.2%	11.6%	16.99
ARPU - US		4.0%				DAUq - Group		13.9%	12.7%	9.8%	13.89
ARPU - International		4.0%				ARPU - US		62.4%	25.4%	12.5%	4.49
ARPU - Group		3.4%				ARPU - International		61.3%	29.5%	12.5%	-1.29
Advertising - US		6.1%				ARPU - Group		43.8%	19.3%	13.3%	-1.69
Advertising - International		8.2%				Advertising - US		76.3%	34.3%	19.0%	10.29
Advertising - Group		7.4%				Advertising - International		96.9%	53.1%	25.5%	15.59
VR/AR		7.4%				Advertising - Group		80.3%	38.3%	20.7%	11.99
Total Group revenue		7.4%				Data licensing & others		22.8%	6.5%	26.6%	4.49
						Total Group revenue		75.3%	36.4%	21.0%	11.69

#4		2025E				
Meta	NG EBITDA margin	2024	2025	2026	2030	2040
NG EBITDA margin	56%					
Reddit		23%	38%	42%	55%	60%
NG EBITDA margin		298	858	1,304	3,659	11,952
NG EBITDA, USDmn	NM	188%	52%	29.4%		12.6%
NG EBITDA, yoy/CAGR						

资料来源：公司数据、招商证券（香港）预测

估值对比

公司名称	中文名称	股票代码	货币	招证评级	股价	招证目标价	涨幅 (%)	市值 (十亿美元)	EV/EBITDA (倍)		市盈率(倍)		市销率(倍)		P/OC F (倍)		ROE (%)		2025E-2027E 年复合增速		26E 倍数/25-27E 年复合增速		
									FY 25 E	FY 26 E	FY25E	FY26E	FY25E	FY26E	FY25E	FY26E	FY25E	FY26E	收入	净利润	EBIT DA	PSG	PEG
社交媒体/娱乐																							
META	META	META US	美元	增持	667	870	30	1,681	17	14	21	16	8	7	15	39	41	17	16	21	0.4	1.0	0.7
Pinterest	Pinterest	PINS US	美元	未评级	27	n.a.	n.a.	18	12	11	17	14	4	4	15	16	13	14	18	18	0.3	0.8	0.6
Reddit	Reddit	RDDT US	美元	增持	237	300	27	45	57	33	59	43	21	15	60	34	42	34	36	46	0.4	1.2	0.7
Snap	Snap	SNAP US	美元	未评级	8	n.a.	n.a.	14	24	15	24	16	2	2	22	n.a.	5	12	28	39	0.2	0.6	0.4
Netflix	Netflix	NFLX US	美元	增持	97	142	47	410	30	24	36	30	9	8	43	42	44	11	17	22	0.8	1.7	1.1
Spotify	Spotify	SPOT US	美元	增持	572	776	36	119	43	31	40	33	6	5	36	39	35	13	21	32	0.4	1.6	1.0
Roku	罗库	ROKU US	美元	未评级	102	n.a.	n.a.	15	33	23	309	82	3	3	30	2	7	12	167	38	0.2	0.5	0.6
Roblox	罗布乐思	RBLX US	美元	增持	98	166	70	69	42	36	-66	-60	14	11	41	-522	-313	25	-5	23	0.4	n.a.	1.6
Duolingo	多邻国	DUOL US	美元	增持	208	347	67	10	29	22	27	22	9	7	24	35	38	23	23	29	0.3	1.0	0.8
Disney	迪士尼	DIS US	美元	未评级	108	n.a.	n.a.	192	12	11	15	16	2	2	11	12	10	5	1	9	0.3	11.0	1.2
Comcast	康卡斯特	CMCSA US	美元	未评级	27	n.a.	n.a.	97	5	5	6	7	1	1	3	17	15	1	-4	-1	0.7	n.a.	n.a.
Warner Bros. Discovery	华纳兄弟探索	WBD US	美元	未评级	27	n.a.	n.a.	67	11	11	67	-300	2	2	16	5	1	0	-48	-0.30	9.8	n.a.	n.a.
Universal Music	环球音乐	UMG NA	美元	未评级	21	n.a.	n.a.	45	15	14	21	19	3	3	25	38	34	7	12	10	0.4	1.6	1.4
Live Nation Ent.	理想国演艺	LYV US	美元	未评级	138	n.a.	n.a.	32	16	14	5,189	61	1	1	15	n.a.	66	9	954	12	0.1	0.1	1.2
Paramount Skydance	Paramount Skydance	PSKY US	美元	未评级	15	n.a.	n.a.	16	9	8	52	16	1	1	69	n.a.	7	7	97	18	0.1	0.2	0.5
Warner Music	华纳音乐	WMG US	美元	未评级	28	n.a.	n.a.	15	17	11	40	19	2	2	21	62	90	5	56	27	0.4	0.3	0.4
平均数									17	14	32	17	3	3	23	34	24	11	19	21	0.4	1.0	0.7
大型科技公司																							
NVIDIA	英伟达	NVDA US	美元	未评级	186	n.a.	n.a.	4,509	53	33	62	39	35	21	70	107	91	58	60	64	0.4	0.7	0.5
Alphabet	谷歌	GOOGL US	美元	增持	314	390	24	3,790	22	18	25	24	11	10	24	33	31	15	10	19	0.6	2.5	1.0
Microsoft	微软	MSFT US	美元	增持	491	650	32	3,649	22	19	36	32	13	11	27	32	29	16	17	16	0.7	1.9	1.2
Apple	苹果	AAPL US	美元	未评级	278	n.a.	n.a.	4,106	28	26	37	34	10	9	37	171	146	8	8	9	1.2	4.2	3.0
Amazon	亚马逊	AMZN US	美元	增持	227	301	33	2,426	15	12	27	21	3	3	17	27	29	12	24	21	0.3	0.9	0.6
META	META	META US	美元	增持	667	870	30	1,681	17	14	21	16	8	7	15	39	41	17	16	21	0.4	1.0	0.7
Tesla	特斯拉	TSLA US	美元	未评级	440	n.a.	n.a.	1,462	112	95	266	195	15	14	99	7	7	16	38	26	0.8	5.2	3.7
平均数									22	19	36	32	11	10	27	33	31	16	17	21	0.6	1.9	1.0

注：股价采用 2025 年 12 月 8 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	401,176	562,092	1,050,576	1,827,133	2,934,422
可出售证券	811,946	1,278,717	1,662,332	1,828,565	2,011,422
应收账款(净额)	245,279	349,534	641,437	887,132	1,204,500
预付费用及其他流动资产	21,286	33,058	34,711	36,446	38,269
流动资产合计	1,479,687	2,223,401	3,389,056	4,579,277	6,188,612
固定资产(净额)	14,946	12,652	11,497	10,804	8,497
经营租赁使用权资产(净额)	24,008	23,249	24,411	25,632	26,914
无形资产(净额)	32,147	25,424	26,695	28,030	29,431
商誉	26,299	42,174	44,283	46,497	48,822
其他非流动资产	19,380	9,695	10,180	10,689	11,223
资产总计	1,596,467	2,336,595	3,506,123	4,700,929	6,313,499
应付账款	46,514	45,423	58,502	73,752	84,315
经营租赁负债	3,707	6,137	6,444	6,766	7,104
应计费用及其他流动负债	83,349	124,464	130,687	137,222	144,083
流动负债合计	133,570	176,024	195,634	217,740	235,502
非流动经营租赁负债	22,040	20,565	21,593	22,673	23,807
其他非流动负债	287	9,257	9,720	10,206	10,716
负债总计	155,897	205,846	226,947	250,619	270,025
股东权益总计	1,440,570	2,130,749	3,279,176	4,450,310	6,043,475
净现金(净债务)	1,191,082	1,820,244	2,691,315	3,633,026	4,922,037
净现金(债务)/股权比率	83%	85%	82%	82%	81%

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
净利润	-90,824	-484,276	548,446	1,171,134	1,593,164
折旧与摊销	13,702	15,643	15,956	16,275	16,600
基于股票的薪酬费用	47,598	801,646	358,374	454,422	479,239
营运资本及其他变动	-45,590	-110,945	-547,893	-450,648	-602,856
经营活动产生的净现金流	-75,114	222,068	374,883	1,191,183	1,486,148
资本支出	-9,724	-6,248	-7,401	-7,791	-7,147
其他	51,015	-434,439	-382,124	-164,668	-181,213
投资活动产生的净现金流	41,291	-440,687	-389,525	-172,458	-188,359
员工行使股票期权所得款项	8,428	88,972	21,264	36,167	39,234
限制性股票单位净股结算相关的已缴税款	-4,320	-294,573	-80,304	-120,000	-160,000
其他	-4,919	585,136	0	0	0
融资活动产生的净现金流	-811	379,535	-59,040	-83,833	-120,766
现金净变动额	-34,634	160,916	488,434	776,557	1,107,289
期初现金余额	435,860	401,226	562,142	1,050,576	1,827,133
期末现金余额	401,226	562,142	1,050,576	1,827,133	2,934,422

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	804	1,300	2,138	2,957	4,015
收入成本	-111	-124	-195	-246	-281
毛利	693	1,177	1,943	2,711	3,734
市场营销费用	-230	-351	-461	-609	-790
技术与研发费用	-438	-935	-859	-1,129	-1,462
管理及行政费用	-165	-451	-291	-375	-461
营业利润	-140	-561	391	844	1,302
非 GAAP EBITDA	-93	241	749	1,298	1,781
利息及其他收入(净额)	53	78	83	80	52
其他非经营项目	-0	-3	71	247	334
税前利润	-87	-485	544	1,171	1,687
所得税费用	4	-1	-4	0	94
净利润	-91	-484	548	1,171	1,593
非 GAAP 净利润	-43	317	907	1,626	2,072
每股收益 - 基本(美元)	(1.54)	(3.33)	2.52	4.09	5.67
每股收益 - 稀释(美元)	(1.54)	(3.33)	2.33	3.79	5.27
非 GAAP 稀释每股收益(美元)	(0.73)	2.18	4.50	7.85	9.79

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					
收入	20.6	61.7	64.4	38.3	35.8
毛利	23.3	69.8	65.1	39.5	37.7
报告营业利润	-18.6	299.9	n.a.	116.0	54.3
非 GAAP EBITDA	-20.8	n.a.	210.7	73.3	37.2
报告净利润	-42.7	433.2	n.a.	113.5	36.0
非 GAAP 净利润	-58.1	n.a.	185.7	79.3	27.5
盈利能力					
毛利率	86.2	90.5	90.9	91.7	93.0
报告营业利润率	(17.4)	(43.1)	18.3	28.5	32.4
EBITDA 利润率	(11.5)	18.5	35.0	43.9	44.4
报告净利润率	(11.3)	(37.2)	25.7	39.6	39.7
非 GAAP 净利润率	(5.4)	24.4	42.4	55.0	51.6
股东权益回报率	-3%	18%	34%	42%	39%
估值指标(倍)					
市销率	55.8	34.5	21.0	15.2	11.2
EV/EBITDA	-461.3	177.1	57.0	32.9	24.0

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	预期行业整体表现与市场一致
回避	预期行业整体表现逊于市场

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.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