

# 公司报告

招商证券(香港)有限公司  
证券研究部

## 哔哩哔哩 (BILI US)

### 盈利能力改善趋势再获确认

■ **二季度业绩超预期:** 集团收入同比增长20%; 非GAAP营业利润/净利润分别超预期16%/18%, 受益于优于预期的成本控制以及利用人工智能提升效率。

■ **看好增长前景:** 广告业务维持强劲增长, 增值服务(VAS)将环比改善, 新游戏有望在25年下半年推出, 从而贡献增量收入

■ **增持:** 盈利能力改善前景不变, 公司正稳步迈向15-20%的中期非GAAP营业利润率目标; 目标价上调至30美元。

### 25年二季度利润率超预期表明成本控制改善

营收达73亿元人民币, 同比增长20%(上一季度+24%), 符合预期。增长主要受游戏业务强劲推动(同比增长60%, 上一季度为+76%), 得益于2024年6月上线的新游戏《三谋》(三国: 谋定天下)。毛利率改善和成本控制推动盈利提升: 毛利率达36.5%, 同比提升6.5个百分点, 环比提升0.2个百分点。运营费用率降至33%(去年同期为39.5%)。非GAAP营业利润/净利润分别达5.73亿/5.62亿元人民币, 超预期16%/18%。运营指标保持健康: DAU创新高1.094亿(同比+7%), MAU达3.63亿(同比+8%), 用户日均使用时长105分钟(同比+6%)。现金流与资产负债表稳健: 净现金增至125亿元人民币, 经营现金流同比增长14%至20亿元人民币(约是非GAAP营业利润的3.5倍)。公司2025年上半年已回购约1.16亿美元股票, 当前2亿美元回购计划中剩余额度为8,360万美元。

### 通过AI创新实现稳健的盈利增长前景

**广告业务:** 二季度收入同比增长20%, 我们预计25年下半年将保持20%的强劲增长, 主要驱动因素包括: 1) 平台生态丰富推动DAU和使用时长等流量指标增长; 2) 直播、视频框下广告及小程序等广告加载率和库存量提升; 3) AI工具助力投资回报率提升推动eCPM增长。增值服务: 预计25年下半年将保持中高单位数同比增长, 因直播与大会会员业务环比改善, 同时内容创作者订阅计划(UP主充电计划)增长强劲。游戏业务: 由于去年高基数影响, 预计25年下半年游戏收入同比下滑, 但新游戏《逃离鸭科夫》、《嘟嘟脸恶作剧》以及《三谋》和《Ncard》的海外发行将贡献增量收入。

### 增持: 盈利前景向好, 现金流价值凸显

我们将25-27财年非GAAP净利润预测上调3-5%(图8)。预计哔哩哔哩25/26财年集团收入将同比增长12%/8%, 非GAAP净利润达26/35亿元人民币(同比+476%/37%), 主要驱动因素包括: 1) 持续提效与成本控制; 2) AI驱动的成本节约与投资回报率上升(如AI全程视频审核、AI标签标注及AI推荐等)。分部加总估值法目标价由28美元上调至30美元(图10)对应26财年27倍市盈率。鉴于积极的盈利增长前景, 公司现金流价值显著, 当前交易价仅约为过去月经营现金流的12倍。**主要风险:** 1) 宏观经济; 2) 监管政策; 3) 行业竞争; 4) 游戏及其他新产品管线的表现

### 盈利预测及估值

百万元人民币	FY23	FY24	FY25E	FY26E	FY27E
收入	22,528	26,832	30,139	32,679	35,938
增长	3%	19%	12%	8%	10%
归属股东的非GAAP净利润	(3,425)	(22)	2,359	3,337	4,278
非GAAP每股盈利(港元)	(9.2)	(0.1)	6.1	8.6	11.0
P/E(倍)(美股)	n.a.	n.a.	32.5	23.0	17.9
P/S(倍)(美股)	3.2	2.8	2.5	2.3	2.1
ROE(%)	-23%	0%	16%	19%	20%

注: 截至2025年8月20日的收盘价(所有市场); 资料来源: 彭博、公司、招商证券(香港)预测

李怡珊, CFA 王腾杰  
+852 3189 6122 +852 3189 6634  
crystalli@cmschina.com.hk tommywong@cmschina.com.hk

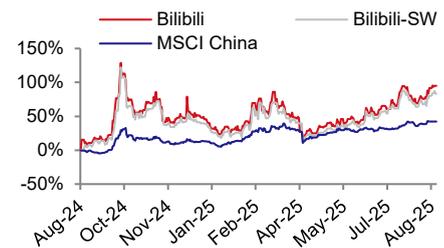
### 最新变动

25年二季度业绩解读: 盈利预测及目标价调整

## 增持

前次评级	增持
股价(25年8月20日)	25.3美元/199.1港元
12个月目标价(上涨/下跌空间)	30美元/234港元(+18.6%/+17.5%)
前次目标价	28美元/221港元

### 股价表现



资料来源: 彭博

%	1m	6m	12m
BILI US	2.3	24.5	80.5
9626 HK	3.2	21.8	84.9
MSCI中国	2.4	10.5	43.7

### 行业: TMT

恒生指数(2025年8月20日)	25,166
MSCI中国(2025年8月20日)	82

### 重要数据

52周股价区间(美元/港元)	13 - 32/99 - 239
美股市值(十亿美元)	10.6
日均成交量美股/港股(百万)	2.32/4.68
<b>主要股东</b>	
陈睿	12.1%
腾讯	10.7%
徐逸	6.7%
其他	11.1%
自由流通量	58.8%

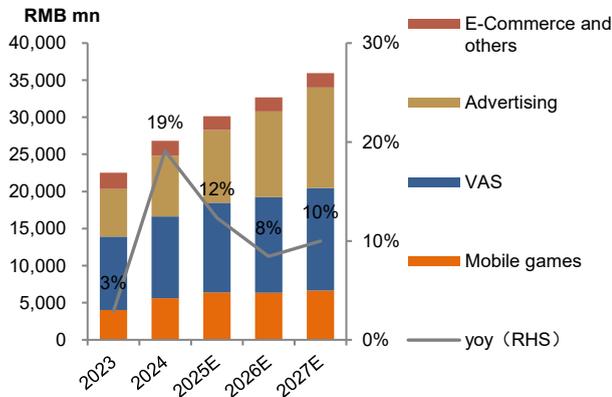
资料来源: 彭博、招商证券(香港)

### 相关报告

1. 哔哩哔哩(BILI US) - 降本增效助推利润率持续上行(增持)(2025/5/22)
2. 哔哩哔哩(BILI US) - 利润率仍有充足上升空间(增持)(2025/2/24)
3. 哔哩哔哩(BILI US) - 业绩持续强劲, 期待利润率进一步扩张(增持)(2024/11/15)
4. 哔哩哔哩(BILI US) - 财务业绩改善下半年前景提升(增持)(2024/8/23)
5. 哔哩哔哩(BILI US) - 游戏业务惊喜表现助力下半年扭亏为盈(增持)(2024/6/20)

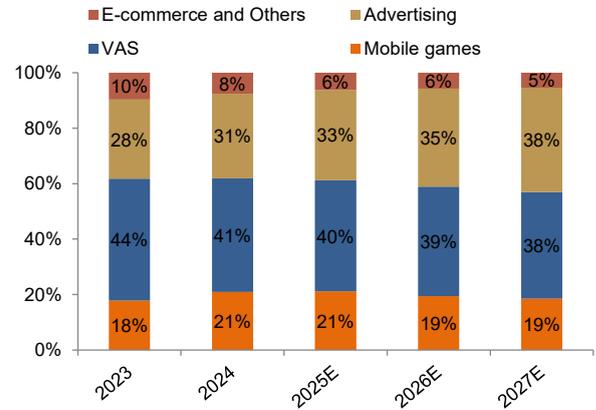
重点图表

图1: 按业务收入预测



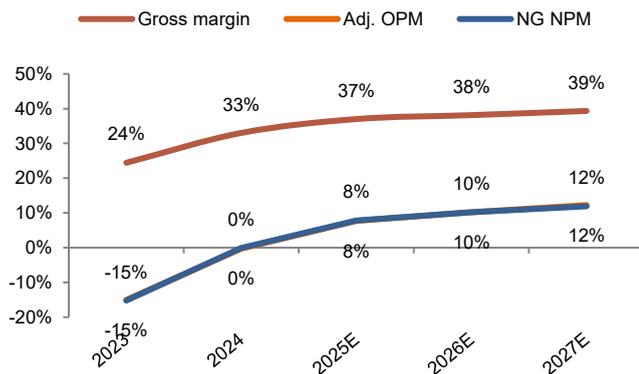
资料来源: 公司、招商证券(香港)预测

图2: 收入结构占比



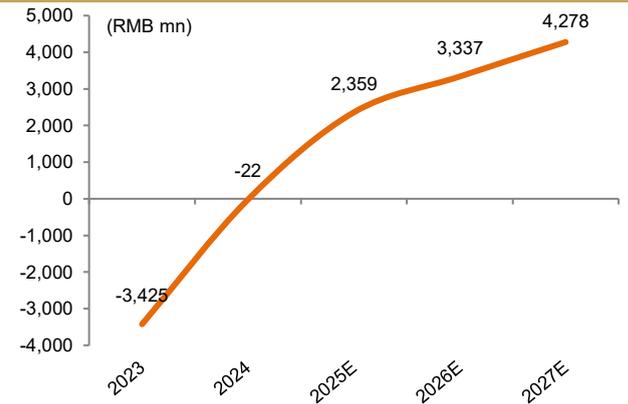
资料来源: 公司、招商证券(香港)预测

图3: 非GAAP利润率



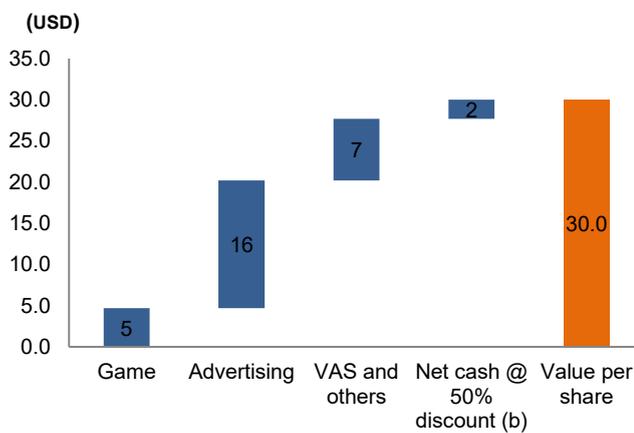
资料来源: 公司、招商证券(香港)预测

图4: 非GAAP归属于股东净利润



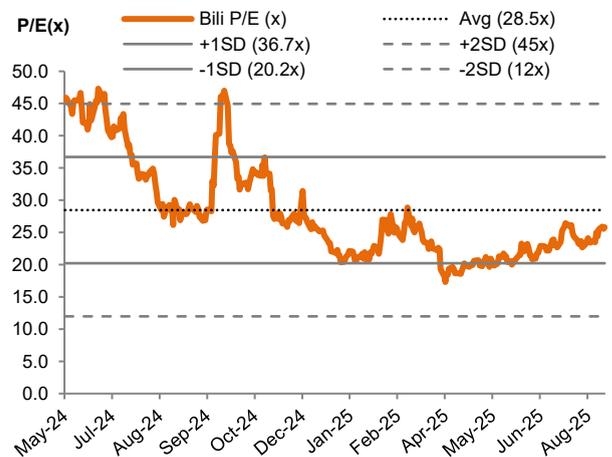
资料来源: 公司、招商证券(香港)预测

图5: SOTP估值



资料来源: 公司、招商证券(香港)预测

图6: 市盈率



资料来源: 公司、招商证券(香港)预测

图7: B站25年二季度业绩表现对比招商证券及彭博一致预测

人民币百万元	2Q24	1Q25	2Q25	1Q25 yoy	2Q25 yoy	2Q25 qoq	2Q25	彭博一致预	彭博一致预	
								%差异	2Q25	%差异
<b>收入</b>	<b>6,127</b>	<b>7,003</b>	<b>7,338</b>	<b>24%</b>	<b>20%</b>	<b>5%</b>	<b>7,351</b>	<b>0%</b>	<b>7,330</b>	<b>0%</b>
移动游戏	1,007	1,731	1,612	76%	60%	-7%	1,612	0%	1,610	0%
增值服务	2,566	2,807	2,837	11%	11%	1%	2,830	0%	2,826	0%
广告	2,037	1,998	2,449	20%	20%	23%	2,445	0%	2,420	1%
IP 衍生品及其他	516	467	440	-4%	-15%	-6%	465	-5%	467	-6%
<b>毛利润</b>	<b>1,833</b>	<b>2,539</b>	<b>2,676</b>	<b>58%</b>	<b>46%</b>	<b>5%</b>	<b>2,702</b>	<b>-1%</b>	<b>2,685</b>	<b>0%</b>
销售及营销开支	(1,036)	(1,167)	(1,048)	26%	1%	-10%	(1,157)	9%		
一般及行政开支	(488)	(516)	(510)	-3%	4%	-1%	(534)	5%		
研发开支	(895)	(841)	(866)	-13%	-3%	3%	(846)	-2%		
<b>调整后经营利润(亏损)</b>	<b>(284)</b>	<b>342</b>	<b>573</b>	<b>n.a.</b>	<b>n.a.</b>	<b>67%</b>	<b>507</b>	<b>13%</b>	<b>495</b>	<b>16%</b>
<b>归母净利润(亏损)</b>	<b>(609)</b>	<b>(9)</b>	<b>219</b>	<b>-99%</b>	<b>n.a.</b>	<b>n.a.</b>	<b>202</b>	<b>9%</b>	<b>185</b>	<b>18%</b>
<b>非 GAAP 归母净利润(亏损)</b>	<b>(272)</b>	<b>363</b>	<b>562</b>	<b>n.a.</b>	<b>n.a.</b>	<b>55%</b>	<b>539</b>	<b>4%</b>	<b>524</b>	<b>7%</b>
<b>核心净利润(除投资亏损)</b>	<b>(177)</b>	<b>425</b>	<b>619</b>	<b>n.a.</b>	<b>n.a.</b>	<b>46%</b>	<b>589</b>	<b>5%</b>		
<b>营业现金流</b>	<b>1,750</b>	<b>1,300</b>	<b>1,990</b>	<b>104%</b>	<b>14%</b>	<b>53%</b>	<b>248</b>	<b>701%</b>	<b>185</b>	<b>973%</b>
<b>净现金(负债)</b>	<b>9,115</b>	<b>12,365</b>	<b>12,518</b>							
<b>关键经营数据</b>										
<b>用户</b>										
日均活跃用户(百万)	102.3	106.7	109.4	4%	7%	3%				
月均活跃用户(百万)	336.0	369.0	362.9	8%	8%	-2%				
DAU/MAU	30%	29%	30%	-1.1pp	-0.3pp	1.2pp				
日均使用时长(分钟)	99	108	105	3%	6%	-3%				
<b>利润率(%)</b>										
毛利率	29.9	36.3	36.5	7.9pp	6.5pp	0.2pp	36.8	-0.3pp	36.6	-0.2pp
经营利润率	(9.5)	0.2	3.4	14.7pp	13.0pp	3.2pp	2.2	1.2pp	6.8	-3.4pp
非 GAAP 经营利润率	(4.6)	4.9	7.8	13.9pp	12.4pp	2.9pp	6.9	0.9pp	6.8	1.1pp
归母净利润率	(9.9)	(0.1)	3.0	13.1pp	12.9pp	3.1pp	2.7	0.2pp	2.5	0.5pp
非 GAAP 归母净利润率	(4.4)	5.2	7.7	12.9pp	12.1pp	2.5pp	7.3	0.3pp	7.2	0.5pp
核心净利率(除投资亏损)	(2.9)	6.1	8.4	13.5pp	11.3pp	2.4pp	8.0	0.4pp		

资料来源: 公司、招商证券(香港)预测

图8: 盈利预测调整

人民币百万元	调整后			调整前			变动		
	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
收入	30,139	32,679	35,938	29,983	32,572	35,683	0.5%	0.3%	0.7%
移动游戏	6,367	6,345	6,662	6,475	6,625	6,957	-2%	-4%	-4%
增值服务	12,092	12,902	13,792	11,852	12,545	13,283	2%	3%	4%
广告	9,826	11,541	13,556	9,778	11,484	13,489	0%	0%	0%
电商及其他	1,854	1,891	1,929	1,879	1,917	1,955	-1%	-1%	-1%
毛利润	11,045	12,344	14,007	11,123	12,628	14,262	-1%	-2%	-2%
销售和营销费用	(4,508)	(4,559)	(4,833)	(4,759)	(5,092)	(5,578)	5%	10%	13%
一般管理和行政费用	(2,082)	(2,209)	(2,393)	(2,125)	(2,276)	(2,457)	2%	3%	3%
研发费用	(3,466)	(3,646)	(3,920)	(3,487)	(3,687)	(3,950)	1%	1%	1%
总营业费用	(10,055)	(10,414)	(11,146)	(10,371)	(11,054)	(11,985)	3%	6%	7%
非 GAAP 经营利润	2,325	3,346	4,403	2,144	3,072	3,905	8%	9%	13%
非 GAAP 归母净利润	2,359	3,337	4,278	2,254	3,244	4,091	5%	3%	5%
<b>利润率 (%)</b>									
毛利率	36.6	37.8	39.0	37.1	38.8	40.0	-0.5ppt	-1.0ppt	-1.0ppt
经营利润率	3.3	5.9	8.0	2.5	4.8	6.4	0.8ppt	1.1ppt	1.6ppt
非 GAAP 经营利润率	7.7	10.2	12.3	7.1	9.4	10.9	0.6ppt	0.8ppt	1.3ppt
归母净利润率	3.2	5.9	7.7	2.8	5.4	6.9	0.4ppt	0.5ppt	0.7ppt
非 GAAP 归母净利润率	7.8	10.2	11.9	7.5	10.0	11.5	0.3ppt	0.3ppt	0.4ppt

资料来源: 公司、招商证券(香港)预测; 正负代表调整方向

图 9: 招商证券预测与彭博一致预测对比

人民币百万元	招商证券预测			彭博一致共识			差异 (%)		
	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
收入	30,139	32,679	35,938	30,109	32,943	36,133	0%	-1%	-1%
核心毛利润	11,152	12,461	14,135	11,096	12,578	15,066	1%	-1%	-6%
核心营业利润	2,325	3,346	4,403	2,341	3,395	5,064	-1%	-1%	-13%
扣除少数股东后的核心净利润	2,359	3,337	4,278	2,344	3,363	4,799	1%	-1%	-11%
核心毛利率	37%	38%	39%	37%	38%	42%	0.2pp	0.0pp	-2.4pp
核心营业利润率	8%	10%	12%	8%	10%	14%	-0.1pp	-0.1pp	-1.8pp
核心净利润率	8%	10%	12%	8%	10%	13%	0.0pp	0.0pp	-1.4pp

资料来源: 公司、彭博、招商证券(香港)预测; 注: 一致预测截至 2025 年 8 月 20 日

分部加总估值

- **游戏业务:** 我们给予游戏业务 10 倍市盈率, 相较腾讯和网易的游戏业务有 33% 的折价, 原因是哔哩哔哩游戏业务规模较小且市场领导地位较弱。
- **广告业务:** 我们给予广告业务 20 倍的前瞻市盈率, 对比腾讯的 25 倍市盈率, 主要考虑到公司相对较小的用户/流量规模。
- **增值业务及其他:** 我们给予 B 站增值业务 1.5 倍市销率, 对比社交娱乐同业快手的 1.8 倍、微博的 1.4 倍和虎牙的 0.9 倍。
- 我们将目标价从 28 美元/221 港元上调至 30 美元/234 港元, 对应 25/26 财年 38 倍/27 倍市盈率。

图 10: 基于分部加总估值法 B 站的估值表

未来 12 个月		悲观		基本		乐观	
人民币十亿元	估值指标	未来 12 个月估值	同比增长	未来 12 个月估值	同比增长	未来 12 个月估值	同比增长
手游	净利润	1.3	5%	1.4	10%	1.5	15%
广告	净利润	2.1	20%	2.3	31%	2.5	40%
增值服务及其他	收入	13.9	0%	14.8	6%	15.3	10%

目标值		悲观		基本		乐观	
人民币十亿元	估值指标	估值倍数	估值	估值倍数	估值	估值倍数	估值
手游	PE	5.0	6.7	10.0	14.0	15.0	22.0
广告	PE	15.0	31.8	20.0	46.2	25.0	61.9
增值服务及其他	PS	1.0	13.9	1.5	22.2	2.0	30.7
<b>分部目标值 (a)</b>			<b>52.5</b>		<b>82.3</b>		<b>114.6</b>
净现金 (50%折让) (b)			<b>6.9</b>		<b>6.9</b>		<b>6.9</b>
<b>总价值 (a+b)</b>			<b>59.4</b>		<b>89.2</b>		<b>121.5</b>

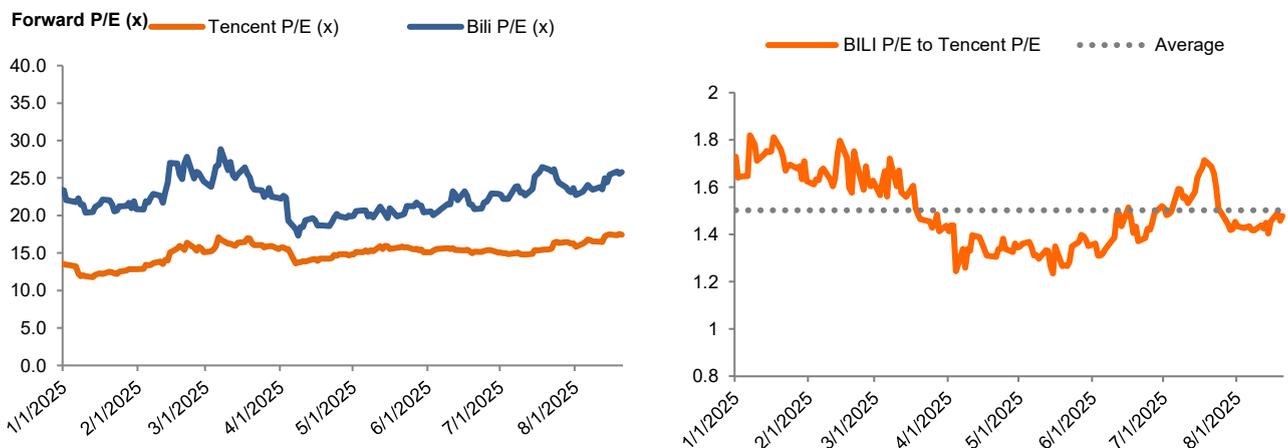
普通股股数 (百万股)		415
人民币/美元		7.2
<b>每股价值(美元)</b>	<b>20.0</b>	<b>30.0</b>
<b>每股价值(港元)</b>	<b>156</b>	<b>234</b>

对应市盈率 (倍)		悲观	基本	乐观
25 财年		25	38	51
26 财年		18	27	36

资料来源: 公司、招商证券 (香港) 预测

图 11: 哔哩哔哩前瞻市盈率与腾讯对比



资料来源: 公司、招商证券 (香港) 预测

图12: B站季度表现及预测

百万元人民币	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25E	4Q25E	1Q25 yoy	2Q25 yoy	3Q25E yoy	4Q25E yoy
<b>收入</b>	<b>6,127</b>	<b>7,306</b>	<b>7,734</b>	<b>7,003</b>	<b>7,338</b>	<b>7,645</b>	<b>8,153</b>	<b>24%</b>	<b>20%</b>	<b>5%</b>	<b>5%</b>
手游业务	1,007	1,823	1,798	1,731	1,612	1,549	1,474	76%	60%	-15%	-18%
增值服务	2,566	2,821	3,083	2,807	2,837	3,101	3,348	11%	11%	10%	9%
广告业务	2,037	2,094	2,389	1,998	2,449	2,513	2,866	20%	20%	20%	20%
电商及其他	516	567	465	467	440	482	465	-4%	-15%	-15%	0%
<b>毛利润</b>	<b>1,833</b>	<b>2,547</b>	<b>2,788</b>	<b>2,539</b>	<b>2,676</b>	<b>2,813</b>	<b>3,017</b>	<b>58%</b>	<b>46%</b>	<b>10%</b>	<b>8%</b>
销售和营销费用	(1,036)	(1,202)	(1,237)	(1,167)	(1,048)	(1,129)	(1,163)	26%	1%	-6%	-6%
一般管理和行政费用	(488)	(505)	(506)	(516)	(510)	(524)	(533)	-3%	4%	4%	5%
研发费用	(895)	(906)	(919)	(841)	(866)	(870)	(887)	-13%	-3%	-4%	-3%
<b>经营利润</b>	<b>(585)</b>	<b>(67)</b>	<b>126</b>	<b>15</b>	<b>252</b>	<b>290</b>	<b>433</b>	<b>n.a.</b>	<b>n.a.</b>	<b>n.a.</b>	<b>243%</b>
<b>调整后经营利润</b>	<b>(284)</b>	<b>272</b>	<b>463</b>	<b>342</b>	<b>573</b>	<b>623</b>	<b>786</b>	<b>n.a.</b>	<b>n.a.</b>	<b>129%</b>	<b>70%</b>
<b>归母净利润</b>	<b>(609)</b>	<b>(80)</b>	<b>90</b>	<b>(9)</b>	<b>219</b>	<b>310</b>	<b>446</b>	<b>-99%</b>	<b>n.a.</b>	<b>n.a.</b>	<b>396%</b>
<b>非 GAAP 净利润</b>	<b>(272)</b>	<b>236</b>	<b>453</b>	<b>363</b>	<b>562</b>	<b>639</b>	<b>795</b>	<b>n.a.</b>	<b>n.a.</b>	<b>171%</b>	<b>76%</b>
<b>核心净利率 (除投资亏损)</b>	<b>(177)</b>	<b>307</b>	<b>736</b>	<b>425</b>	<b>619</b>	<b>689</b>	<b>845</b>	<b>n.a.</b>	<b>n.a.</b>	<b>124%</b>	<b>15%</b>

资料来源: 公司、招商证券(香港)预测

估值对比

公司名称	股票代码	货币	招商证 券评级	股价	招商证 券目标 价	上行空间 (%)	市值(十 亿美元)	EV/EBITDA (倍)		P/E (倍)		PEG*	P/S (倍)	P/OCF (倍)	ROE (%)		2025-2027 年复合增速		
								FY25E	FY26E	FY25E	FY26E				FY26E	FY25E	FY25E	FY25E	FY26E
腾讯	700 HK	港元	增持	590.5	700.0	18.5	693.2	12.1	10.6	18.9	16.7	1.3	6.7	18.4	23.7	22.4	9.8	13.0	13.2
阿里巴巴	BABA US	美元	增持	119.5	146.0	22.2	285.0	16.3	14.2	13.0	15.6	2.7	2.1	12.5	15.8	12.6	11.0	5.9	11.5
拼多多	PDD US	美元	增持	118.0	136.0	15.3	167.5	13.5	9.3	14.5	9.8	0.3	2.9	11.2	23.7	27.7	14.9	36.8	38.7
美团	3690 HK	港元	增持	120.8	156.0	29.1	94.5	10.2	8.3	20.3	13.2	0.3	1.7	14.2	18.0	23.4	15.7	39.6	21.4
网易	NTES US	美元	增持	130.5	161.0	27.2	82.6	14.2	13.2	14.1	13.2	2.0	5.2	13.7	26.7	23.8	6.4	6.8	8.4
京东	JD US	美元	增持	31.2	42.0	34.7	45.3	12.0	6.9	11.3	8.2	0.3	0.2	7.2	20.3	12.1	6.5	31.8	53.3
腾讯音乐	TME US	美元	增持	25.1	29.2	16.3	38.9	21.6	20.1	31.3	28.0	2.4	9.0	24.2	13.8	10.7	9.7	11.6	11.5
看准科技	BZ US	美元	增持	22.1	26.0	-0.4	10.6	10.3	9.6	21.7	18.7	1.2	9.2	17.4	22.1	22.6	11.3	15.6	12.6
哔哩哔哩	BILI US	美元	增持	25.3	30.0	18.6	10.6	18.9	14.1	32.5	23.0	0.7	2.5	23.3	5.2	11.5	8.7	n.a.	97.1
云音乐	9899 HK	港元	增持	291.2	330.0	13.3	8.1	27.4	23.2	19.5	24.0	n.a.	7.4	26.5	25.6	16.9	12.2	n.a.	19.1
赤子城	9911 HK	港元	增持	9.9	12.2	23.1	1.8	9.1	7.4	11.4	9.0	0.4	1.9	15.8	54.0	34.5	19.1	22.8	26.0
唯品会	VIPS US	美元	增持	16.7	19.5	17.0	8.6	9.5	7.0	7.0	6.8	2.3	0.6	5.1	7.1	6.9	2.3	3.0	26.5
携程	TCOM US	美元	未评级	63.2	n.a.	n.a.	41.3	14.5	12.6	17.1	14.7	0.9	5.6	17.8	11.1	11.1	13.4	15.6	15.5
百度	BIDU US	美元	未评级	86.8	n.a.	n.a.	30.4	2.1	1.8	10.6	9.7	0.7	1.6	6.7	7.0	6.8	5.8	13.0	17.6
快手	1024 HK	港元	未评级	71.9	n.a.	n.a.	39.7	9.1	7.9	14.2	12.0	0.7	2.2	10.7	24.5	23.0	8.7	17.7	15.8
滴滴	DIDIY US	美元	未评级	6.0	n.a.	n.a.	29.2	13.5	9.3	32.6	20.4	0.4	1.0	17.9	7.3	11.1	8.5	50.9	38.7
阅文	772 HK	港元	未评级	42.1	n.a.	n.a.	5.5	25.4	23.6	29.6	26.5	2.2	4.9	23.2	6.8	6.7	6.7	11.9	10.2
美图	1357 HK	港元	未评级	9.8	n.a.	n.a.	5.8	36.3	21.2	45.0	33.6	1.1	n.a.	38.0	15.5	17.9	21.8	30.6	51.7
欢聚	JOYY US	美元	未评级	50.4	n.a.	n.a.	2.6	2.7	2.2	9.9	9.4	1.1	1.2	7.0	5.0	5.2	6.6	8.3	15.6
陌陌	MOMO US	美元	未评级	8.0	n.a.	n.a.	1.3	4.4	4.1	6.7	6.5	1.5	0.9	6.2	10.6	10.0	3.7	4.3	5.3
爱奇艺	IQ US	美元	未评级	2.3	n.a.	n.a.	2.2	25.3	14.8	26.1	12.1	0.2	0.5	4.3	2.2	6.4	3.7	78.5	50.7
雅乐科技	YALA US	美元	未评级	7.7	n.a.	n.a.	1.2	n.a.	n.a.	7.7	7.3	1.6	3.6	n.a.	19.5	17.6	5.8	4.6	n.a.
斗鱼	DOYU US	美元	未评级	8.3	n.a.	n.a.	0.2	4.3	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	0.4	n.a.	n.a.	2.7	n.a.	n.a.	n.a.
虎牙	HUYA US	美元	未评级	3.2	n.a.	n.a.	0.7	20.6	7.9	27.9	21.8	0.6	0.8	18.3	2.3	3.7	6.2	37.4	n.a.
微博	WB US	美元	未评级	11.2	n.a.	n.a.	2.7	4.4	4.3	5.8	5.8	2.2	1.6	5.2	11.1	10.2	2.9	2.7	2.8
<b>中国公司均值</b>								<b>14.7</b>	<b>11.5</b>	<b>18.9</b>	<b>15.4</b>	<b>1.1</b>	<b>3.4</b>	<b>15.3</b>	<b>16.6</b>	<b>15.5</b>	<b>9.6</b>	<b>21.1</b>	<b>26.7</b>
亚马逊	AMZN US	美元	增持	223.8	271.0	21.1	2,386.9	14.7	12.4	26.9	23.1	1.2	3.7	17.0	21.1	19.3	10.6	28.1	31.8
谷歌	GOOGL US	美元	增持	199.3	225.0	12.9	2,415.7	13.9	12.1	18.9	18.0	2.3	6.9	16.5	31.3	27.3	12.3	18.6	15.6
Meta	META US	美元	增持	747.7	866.0	15.8	1,878.4	18.4	15.4	22.8	20.3	1.7	n.a.	17.3	35.3	29.2	15.5	7.9	21.5
奈飞	NFLX US	美元	增持	1,213.9	1,423.0	17.2	515.8	36.9	30.7	44.9	39.1	1.9	n.a.	55.8	42.4	45.2	12.1	26.0	22.8
优步	UBER US	美元	增持	93.7	审视中	n.a.	195.5	23.0	18.1	24.5	22.9	1.7	4.4	20.7	26.9	26.6	14.8	n.a.	n.a.
Spotify	SPOT US	美元	增持	703.8	审视中	n.a.	146.7	n.a.	38.6	n.a.	n.a.	0.8	8.6	48.1	19.6	28.7	14.5	49.9	49.0
Lyft	LYFT US	美元	增持	15.6	21.1	35.3	6.3	10.2	8.0	12.9	10.8	0.7	1.1	6.9	24.7	18.9	12.8	20.7	n.a.
<b>海外公司均值</b>								<b>19.5</b>	<b>19.3</b>	<b>25.2</b>	<b>22.4</b>	<b>1.5</b>	<b>5.0</b>	<b>26.0</b>	<b>28.8</b>	<b>27.9</b>	<b>13.2</b>	<b>25.2</b>	<b>28.2</b>

注：股价采用 2025 年 8 月 20 日的收盘价（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

### 利润表

人民币百万元	FY23	FY24	FY25E	FY26E	FY27E
收入	22,528	26,832	30,139	32,679	35,938
营收成本	(17,086)	(18,058)	(19,094)	(20,335)	(21,932)
毛利	5,442	8,774	11,045	12,344	14,007
销售和营销费用	(3,916)	(4,402)	(4,508)	(4,559)	(4,833)
一般及行政费用	(2,122)	(2,031)	(2,082)	(2,209)	(2,393)
研发费用	(4,467)	(3,685)	(3,466)	(3,646)	(3,920)
营业费用总额	(10,506)	(10,118)	(10,055)	(10,414)	(11,146)
营业利润/(亏损)	(5,064)	(1,344)	990	1,930	2,861
非 GAAP 营业利润/(亏损)	(3,385)	(61)	2,325	3,346	4,403
投资收入净额	(436)	(470)	(219)	(200)	(200)
利息收入	542	435	436	458	475
利息支出	(165)	(89)	(139)	(88)	(83)
汇兑损益	(36)	(69)	(23)	0	0
其他营业外收入净额	133	175	(6)	0	0
税前收入/(亏损)	(4,733)	(1,400)	1,038	2,101	3,052
所得税费用	(79)	37	(78)	(168)	(305)
少数股东权益	(11)	17	5	6	6
归属股东的净利润	(4,822)	(1,347)	966	1,939	2,753
归属股东的非 GAAP 净利润	(3,425)	(22)	2,359	3,337	4,278

### 主要财务比率

	FY23	FY24	FY25E	FY26E	FY27E
年成长率					
手游	-20%	40%	13%	0%	5%
增值服务	14%	11%	10%	7%	7%
广告	27%	28%	20%	17%	17%
电商以及其它	-29%	-7%	-9%	2%	2%
营收	3%	19%	12%	8%	10%
非 GAAP 净利润	-49%	-99%	n.a.	41%	28%
盈利能力					
非 GAAP 毛利率	24%	33%	37%	38%	39%
非 GAAP 经营利润率	-15%	0%	8%	10%	12%
归属股东的非 GAAP 净利润率	-15%	0%	8%	10%	12%
ROE	-23%	0%	16%	19%	20%
ROA	-13%	-4%	3%	5%	7%
每股资料 (人民币)					
每股销售额	54.5	64.4	71.6	77.9	85.7
每股销售额(美元)	7.8	8.9	9.9	10.8	11.9
每股销售额(港元)	60.8	69.8	77.6	84.4	92.8
非 GAAP 每股盈利	(8.3)	(0.1)	5.6	8.0	10.2
非 GAAP 每股盈利(美元)	(1.2)	(0.0)	0.8	1.1	1.4
非 GAAP 每股盈利(港元)	(9.2)	(0.1)	6.1	8.6	11.0

### 资产负债表

人民币百万元	FY23	FY24	FY25E	FY26E	FY27E
现金及现金等价物	7,192	10,249	11,355	13,902	17,537
定期存款	5,195	3,588	3,947	4,342	4,776
应收账款净额	1,574	1,227	1,457	1,610	1,820
预付款和其它流动资产	2,063	1,935	2,113	2,226	2,376
短期投资	2,653	2,707	2,977	3,275	3,602
物业、厂房及设备净值	715	589	464	335	204
生产成本净额	2,066	1,851	1,814	1,778	1,742
无形资产净额	3,628	3,201	3,488	3,602	3,565
商誉	2,725	2,725	2,725	2,725	2,725
长期投资净额	4,367	3,912	4,303	4,733	5,206
其它资产	982	714	648	588	534
总资产	33,159	32,699	35,293	39,115	44,088
应付账款	4,334	4,801	5,066	5,384	5,779
应付薪酬福利	1,219	1,599	1,759	1,935	2,129
递延收入	2,954	3,802	4,183	4,601	5,061
应付负债及其它应付款	1,796	2,559	2,559	2,559	2,559
长期负债	1	3,264	3,264	3,264	3,264
其它负债	8,451	2,568	2,197	1,895	1,648
总负债	18,755	18,595	19,028	19,637	20,439
非控股股东权益	12	(4)	(11)	(17)	(23)
股东权益总额	14,404	14,104	16,173	19,292	23,266

### 现金流量表

人民币百万元	FY23	FY24	FY25E	FY26E	FY27E
经营活动现金流	267	5,816	5,056	6,761	8,199
净利润/(亏损)	(4,812)	(1,364)	961	1,933	2,747
折旧摊销	2,730	2,772	2,490	2,892	3,331
股权激励	1,133	1,116	1,189	1,269	1,395
营运资金变动	449	3,292	417	668	726
其它	766	0	0	0	0
投资活动现金流	1,762	(138)	(3,636)	(3,962)	(4,362)
购买物业、厂房及设备	(182)	(215)	(241)	(261)	(288)
购买无形资产	(1,148)	(1,932)	(2,374)	(2,578)	(2,839)
短期投资增加净额	2,781	(53)	(271)	(298)	(327)
长期投资增加净额	(32)	455	(391)	(430)	(473)
定期存款配置	(9,962)	1,606	(359)	(395)	(434)
其它	10,306	0	0	0	0
融资活动现金流	(5,075)	(2,620)	(314)	(251)	(201)

注：截至2025年8月20日的收盘价(所有市场)；  
资料来源：彭博、公司、招商证券(香港)预测

## 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) Co., 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