

公司报告

哔哩哔哩 (BILI US)

25年三季度业绩超预期；广告业务强劲，游戏板块复苏

■ 25年三季度集团营收同比增长5%，符合预期；非GAAP营业利润/净利润分别超预期6%/22%，主要得益于优于预期的成本控制及AI驱动的效率提升

■ 丰富的内容、流量以及年轻用户心智份额持续推动广告业务强劲表现；游戏板块有望在新热门产品带动下实现环比复苏

■ 增持：盈利改善前景保持不变，稳步迈向中期非GAAP营业利润率15-20%的目标；目标价维持在30美元

25年三季度利润率超预期，显示出更优的成本控制

25年三季度营收达到77亿元人民币，同比增长5%（上一季度同比+20%）符合预期。环比放缓主要受《三国：谋定天下》高基数影响，属完全预期之内；广告业务保持强劲，同比增长23%，超预期4%。毛利率提升及成本控制改善推动盈利增长：毛利率为36.7%，同比提升1.8个百分点、环比提升0.2个百分点；期间费用率降至32.1%，去年同期为35.8%。非GAAP营业利润/净利润分别为6.88亿/7.87亿元人民币，超预期6%/22%。运营指标保持健康：DAU创新高至1.173亿，同比增长10%；MAU达3.76亿，同比增长8%；人均日均使用时长112分钟，同比增长6%。

凭借AI创新驱动，公司盈利增长前景稳健

广告：我们预计25年四季度及2026年广告营收同比增长22%/19%，主要受以下因素驱动：1）用户流量持续提升，包括DAU与使用时长；2）广告负载率提升至6~7%（同比+1个百分点），并新增直播、视频框下广告、小游戏等广告库存；3）在AI工具助力下ROI改善推动eCPM提升。游戏板块方面，随着新上线的热门产品《逃离鸭科夫》带动，呈现环比复苏，该产品已实现300万份销量及30万同时在线玩家。公司正深化面向年轻用户的定制化游戏策略，未来储备包括《鸭科夫》移动端与主机版本、2026年1月上线的《三国百将牌》以及《三谋》的全球发行。整体来看，我们对哔哩哔哩在长期运营经典产品及持续适配年轻用户偏好的能力保持乐观。

增持：正向盈利增长轨迹，现金流具吸引力

维持增持评级：盈利增长轨迹积极，现金流估值具吸引力。我们上调25-27财年非GAAP净利润预测4-7%（图8）。预计哔哩哔哩2025/26年集团营收同比增长13%/9%，非GAAP净利润分别达25亿/35亿元人民币（同比+37%），主要受益于持续的效率提升与成本控制，以及AI驱动的成本节约与ROI改善。分部加总法目标价维持30美元（图10），对应2026财年26倍市盈率。基于现金流估值，公司在积极的盈利增长展望下，前瞻市现率仅11倍，价值凸显。主要风险：宏观环境、监管政策、竞争格局，以及游戏及其他新产品的管线进展。

盈利预测及估值

百万元人民币	FY23	FY24	FY25E	FY26E	FY27E
收入	22,528	26,832	30,215	32,909	35,968
增长	3%	19%	13%	9%	9%
归属股东的非GAAP净利润	(3,425)	(22)	2,533	3,461	4,552
非GAAP每股盈利 (港元)	(9.2)	(0.1)	6.4	9.0	11.8
P/E (倍) (美股)	n.a.	n.a.	31.0	22.7	17.3
P/S (倍) (美股)	3.3	2.9	2.6	2.4	2.2
ROE (%)	-23%	0%	17%	19%	21%

注：截至2025年11月13日的收盘价（所有市场）；资料来源：彭博、公司、招商證券（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

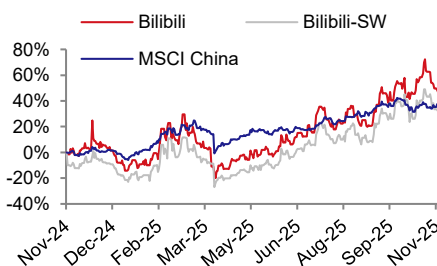
与市场的预期差

我们对哔哩哔哩26财年非GAAP净利润预测较市场一致预期高4%，主要因为我们对其依托AI赋能的效率提升与审慎的固定成本控制所带来的利润率扩张更为乐观，同时新游戏的增量贡献亦将支撑盈利增长。

增持

前次评级	增持
股价 (25年11月13日)	25.9美元/212港元
12个月目标价 (上涨/下跌空间)	30美元/234港元 (+15.9%/+10.0%)
前次目标价	30美元/234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11月13日)	25,166
MSCI中国指数 (2025年11月13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

主要股东

陈睿	12.1%
腾讯	10.7%
徐逸	6.7%
其他	11.1%
自由流通量	58.8%

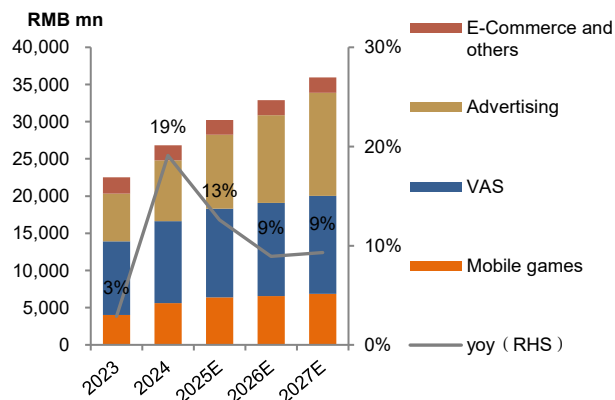
资料来源：彭博、招商證券（香港）

相关报告

1. 哔哩哔哩 (BILI US) - 盈利能力改善趋势再获确认 (增持) (2025/5/22)
2. 哔哩哔哩 (BILI US) - 降本增效助推利润率持续上行 (增持) (2025/5/22)
3. 哔哩哔哩 (BILI US) - 利润率仍有充足上升空间 (增持) (2025/2/24)
4. 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)

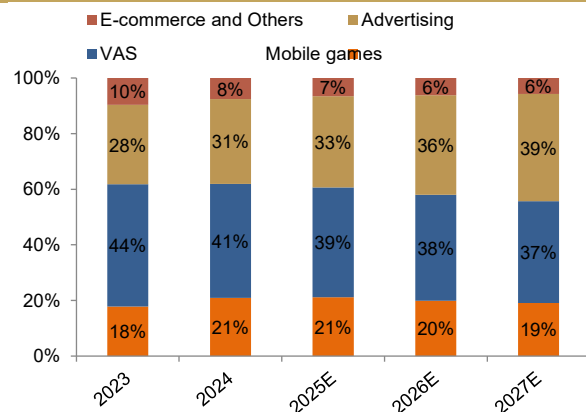
重点图表

图1: 按业务收入预测



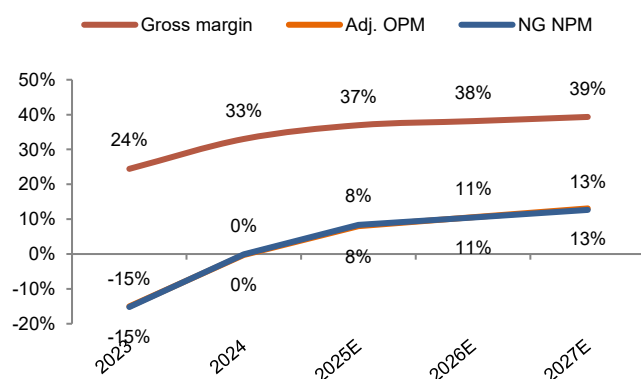
资料来源: 公司, 招商证券 (香港) 预测

图2: 收入结构占比



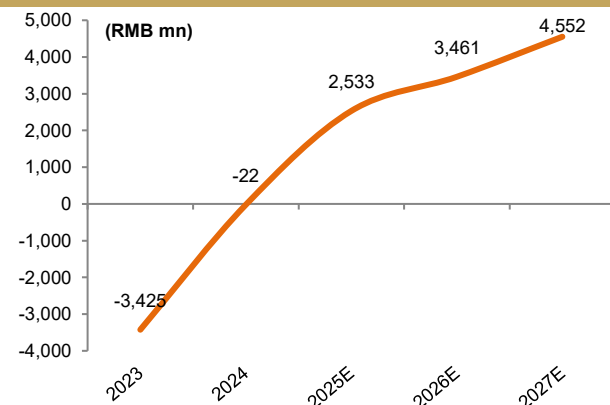
资料来源: 公司, 招商证券 (香港) 预测

图3: 非GAAP利润率



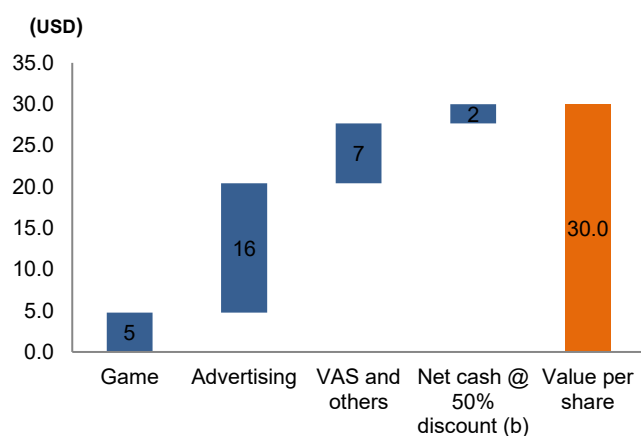
资料来源: 公司, 招商证券 (香港) 预测

图4: 非GAAP归属于股东净利润



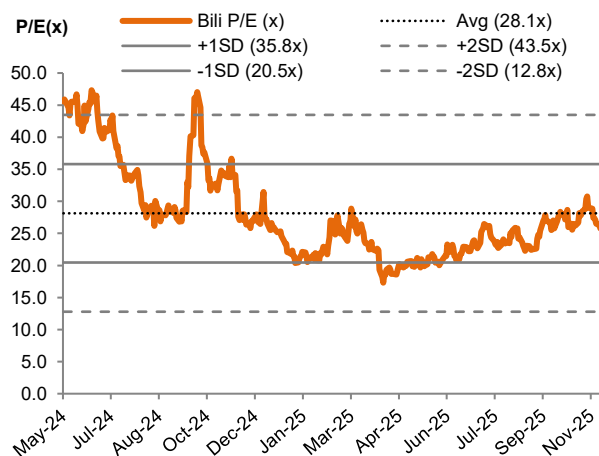
资料来源: 公司, 招商证券 (香港) 预测

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, 彭博, 招商证券 (香港) 预测

图7: B站25年三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	3Q24	2Q25	3Q25	2Q25 yoy	3Q25 yoy	3Q25 qoq	彭博一致预测与实 际数据对比		彭博一致预测与 实际数据对比	
							3Q25	%差异	3Q25	%差异
收入	7,306	7,338	7,685	20%	5%	5%	7,645	1%	7,663	0%
移动游戏	1,823	1,612	1,511	60%	-17%	-6%	1,549	-2%	1,637	-8%
增值服务	2,821	2,837	3,023	11%	7%	7%	3,101	-3%	3,060	-1%
广告	2,094	2,449	2,570	20%	23%	5%	2,513	2%	2,460	4%
IP 衍生品及其他	567	440	582	-15%	3%	32%	482	21%	522	12%
毛利润	2,547	2,676	2,817	46%	11%	5%	2,813	0%	2,813	0%
销售及营销开支	(1,202)	(1,048)	(1,051)	1%	-13%	0%	(1,129)	7%		
一般及行政开支	(505)	(510)	(509)	4%	1%	0%	(524)	3%		
研发开支	(906)	(866)	(905)	-3%	0%	4%	(870)	-4%		
调整后经营利润 (亏损)	272	573	688	n.a.	153%	20%	623	10%	649	6%
归母净利润 (亏损)	(80)	219	470	n.a.	n.a.	115%	310	52%	309	52%
非 GAAP 归母净利润 (亏损)	236	562	787	n.a.	233%	40%	639	23%	645	22%
核心净利润 (除投资亏损)	307	619	857	n.a.	179%	38%	689	24%		
营业现金流	2,226	1,990	2,016	14%	-9%	1%				
净现金 (负债)	10,986	12,518	13,846							
关键经营数据										
用户										
日均活跃用户 (百万)	107.0	109.4	117.3	7%	10%	7%	109.8			
月均活跃用户 (百万)	348.0	362.9	376.0	8%	8%	4%	362.9			
DAU/MAU	31%	30%	31%	-0.3pp	0.4pp	1.0pp	30%			
日均使用时长 (分钟)	106	105	112	6%	6%	7%	107			
利润率 (%)										
毛利率	34.9	36.5	36.7	6.5pp	1.8pp	0.2pp	36.8	-0.1pp	36.7	-0.1pp
经营利润率	(0.9)	3.4	4.6	13.0pp	5.5pp	1.2pp	3.8	0.8pp	8.4	-3.8pp
非 GAAP 经营利润率	3.7	7.8	8.9	12.4pp	5.2pp	1.1pp	8.2	0.8pp	8.5	0.5pp
归母净利润率	(1.1)	3.0	6.1	12.9pp	7.2pp	3.1pp	4.1	2.1pp	4.0	2.1pp
非 GAAP 归母净利润率	3.2	7.7	10.2	12.1pp	7.0pp	2.6pp	8.4	1.9pp	8.4	1.8pp
核心净利率 (除投资亏损)	4.2	8.4	11.2	11.3pp	6.9pp	2.7pp	9.0	2.1pp		

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	30,215	32,909	35,968	30,139	32,679	35,938	0%	1%	0%
移动游戏	6,400	6,538	6,865	6,367	6,345	6,662	1%	3%	3%
增值服务	11,907	12,532	13,163	12,092	12,902	13,792	-2%	-3%	-5%
广告	9,931	11,807	13,868	9,826	11,541	13,556	1%	2%	2%
电商及其他	1,977	2,031	2,072	1,854	1,891	1,929	7%	7%	7%
毛利润	11,062	12,430	14,017	11,045	12,344	14,007	0%	1%	0%
销售和营销费用	(4,401)	(4,460)	(4,515)	(4,508)	(4,559)	(4,833)	2%	2%	7%
一般管理和行政费用	(2,066)	(2,196)	(2,365)	(2,082)	(2,209)	(2,393)	1%	1%	1%
研发费用	(3,507)	(3,714)	(3,970)	(3,466)	(3,646)	(3,920)	-1%	-2%	-1%
总营业费用	(9,973)	(10,370)	(10,849)	(10,055)	(10,414)	(11,146)	1%	0%	3%
非 GAAP 经营利润	2,425	3,480	4,707	2,325	3,346	4,403	4%	4%	7%
非 GAAP 归母净利润	2,533	3,461	4,552	2,359	3,337	4,278	7%	4%	6%
利润率 (%)									
毛利率	36.6	37.8	39.0	36.6	37.8	39.0	0.0ppt	0.0ppt	0.0ppt
经营利润率	3.6	6.3	8.8	3.3	5.9	8.0	0.3ppt	0.4ppt	0.8ppt
非 GAAP 经营利润率	8.0	10.6	13.1	7.7	10.2	12.3	0.3ppt	0.3ppt	0.8ppt
归母净利润率	3.8	6.3	8.4	3.2	5.9	7.7	0.6ppt	0.3ppt	0.8ppt
非 GAAP 归母净利润率	8.4	10.5	12.7	7.8	10.2	11.9	0.6ppt	0.3ppt	0.8ppt

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	30,215	32,909	35,968	30,154	32,939	36,381	0%	0%	-1%
核心毛利润	11,169	12,548	14,146	11,110	12,549	14,573	1%	0%	-3%
核心营业利润	2,425	3,480	4,707	2,387	3,311	4,740	2%	5%	-1%
扣除少数股东后的核心净利润	2,533	3,461	4,552	2,527	3,315	4,654	0%	4%	-2%
核心毛利率	37%	38%	39%	37%	38%	40%	0.1pp	0.0pp	-0.7pp
核心营业利润率	8%	11%	13%	8%	10%	13%	0.1pp	0.5pp	0.1pp
核心净利润率	8%	11%	13%	8%	10%	13%	0.0pp	0.5pp	-0.1pp

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11月13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:** 我们给予增值业务 1.5 倍市销率, 对比社交娱乐同业快手的 1.7 倍、微博的 1.4 倍和虎牙的 0.6 倍。

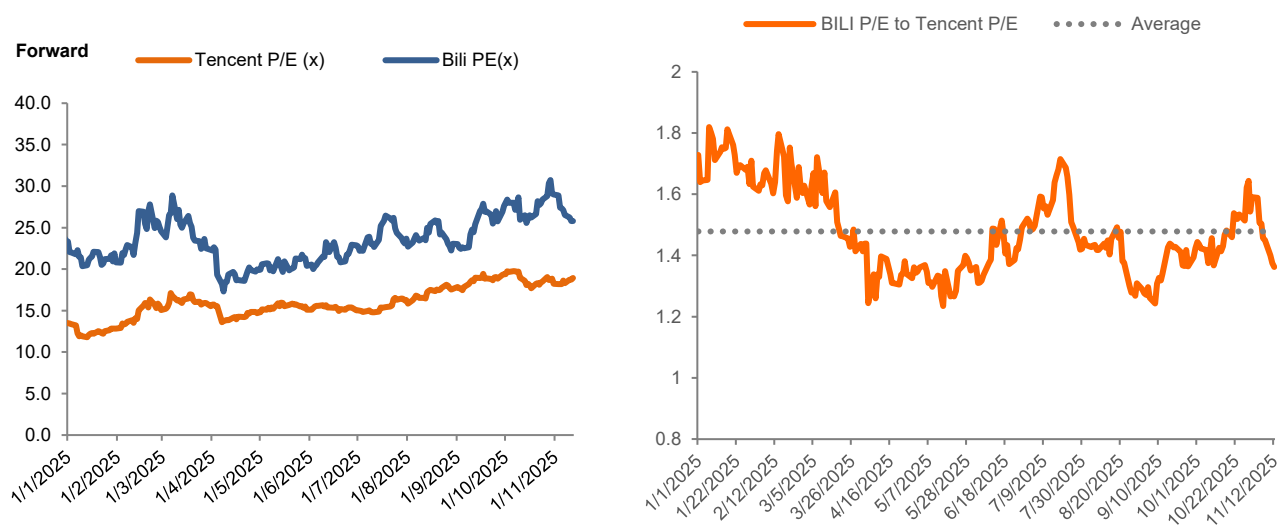
图 10: 基于分部加总估值法 B 站的估值表

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	12%	1.5	15%
广告	净利润	2.1	20%	2.4	32%	2.5	40%
增值服务及其他	收入	13.9	0%	14.6	5%	15.3	10%

目标值		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	PE	5.0	6.7	10.0	14.4	15.0	22.1
广告	PE	15.0	32.2	20.0	47.2	25.0	62.6
增值服务及其他	PS	1.0	13.9	1.5	21.8	2.0	30.5
分部目标值 (a)		52.8		83.5		115.2	
净现金 (50%折让) (b)		7.0		7.0		7.0	
总价值 (a+b)		59.8		90.5		122.2	
普通股股数 (百万股)				429			
人民币/美元				7.1			
每股价值(美元)		20.0		30.0		40.0	
每股价值(港元)		156		234		312	
对应市盈率 (倍)							
25 财年		24		36		48	
26 财年		17		26		35	

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

2025 年 11 月 14 日 (星期五)

图12: B站季度表现及预测

百万元人民币	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25E	1Q26E	3Q25 yoy	4Q25E yoy	1Q26E yoy
收入	7,003	7,338	7,685	8,189	7,454	5%	6%	6%
手游业务	1,731	1,612	1,511	1,546	1,593	-17%	-14%	-8%
增值服务	2,807	2,837	3,023	3,241	2,974	7%	5%	6%
广告业务	1,998	2,449	2,570	2,914	2,397	23%	22%	20%
电商及其他	467	440	582	488	490	3%	5%	5%
毛利润	2,539	2,676	2,817	3,030	2,780	11%	9%	10%
销售和营销费用	(1,167)	(1,048)	(1,051)	(1,135)	(1,169)	-13%	-8%	0%
一般管理和行政费用	(516)	(510)	(509)	(532)	(524)	1%	5%	2%
研发费用	(841)	(866)	(905)	(894)	(852)	0%	-3%	1%
经营利润	15	252	353	469	235	n.a.	271%	1467%
调整后经营利润	342	573	688	822	560	153%	78%	64%
归母净利润	(9)	219	470	471	257	n.a.	424%	n.a.
非 GAAP 净利润	363	562	787	821	578	233%	81%	59%
核心净利率 (除投资亏损)	425	619	857	871	628	179%	18%	48%

资料来源: 公司、招商证券 (香港) 预测

2025 年 11 月 14 日 (星期五)

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 (%)	2025-2027E CAGR		
								FY25E	FY26E	FY25E	FY26E					FY26E	FY26E	FY26E
腾讯	700 HK	港元	增持	656.0	766.0	16.8	772.0	14.5	12.4	21.0	18.6	1.4	6.8	17.1	22.4	9.8	13.0	15.9
阿里巴巴	BABA US	美元	增持	159.8	204.0	27.6	381.4	17.4	15.0	17.4	25.0	n.a.	2.6	18.1	10.7	12.3	2.6	13.2
拼多多	PDD US	美元	增持	134.5	UR	n.a.	190.9	21.9	13.8	13.2	10.7	0.4	2.9	10.9	27.4	14.6	25.3	60.6
网易	NTES US	美元	增持	141.8	161.0	13.5	89.8	15.6	14.5	15.7	14.2	1.7	5.3	13.9	24.2	6.7	8.5	8.4
美团	3690 HK	港元	增持	102.1	139.0	36.1	80.3	15.7	11.4	n.a.	n.a.	n.a.	1.4	15.0	3.6	12.1	n.a.	29.5
京东	JD US	美元	增持	30.7	42.0	36.8	44.6	13.4	7.7	11.1	8.4	0.2	0.2	6.9	12.1	7.1	38.5	58.1
腾讯音乐	TME US	美元	增持	18.7	25.6	37.0	28.9	15.2	14.7	21.6	19.4	1.7	5.6	16.6	11.4	12.4	11.4	10.2
看准科技	BZ US	美元	增持	20.9	26.0	24.4	10.1	14.2	17.3	20.6	17.7	1.1	7.8	14.6	22.6	11.3	15.6	7.3
哔哩哔哩	BILI US	美元	增持	25.9	30.0	15.9	10.9	18.9	14.1	33.3	23.5	0.7	2.4	16.8	12.2	9.1	34.7	28.5
快手	1024 HK	港元	未评级	69.1	n.a.	n.a.	38.6	8.4	7.2	13.4	11.5	0.7	1.7	7.3	23.8	9.1	16.9	15.5
百度	BIDU US	美元	未评级	120.7	n.a.	n.a.	42.3	7.8	7.2	16.4	15.2	1.2	2.2	10.6	6.1	5.8	12.7	12.5
阅文	772 HK	港元	未评级	39.2	n.a.	n.a.	5.2	21.8	20.8	27.2	24.2	2.0	4.5	19.5	6.8	7.2	12.3	9.1
美图	1357 HK	港元	未评级	8.5	n.a.	n.a.	5.0	35.5	25.4	37.8	28.3	0.9	7.2	18.8	17.1	23.0	31.7	36.1
中国公司均值								15.6	11.7	16.6	15.1	1.2	3.0	12.4	14.3	9.7	16.7	23.1
亚马逊	AMZN US	美元	增持	237.6	301.0	26.7	2,539.8	15.6	12.8	27.0	23.9	1.4	3.2	18.5	19.7	11.2	29.7	33.1
谷歌	GOOGL US	美元	增持	278.6	360	29.2	3,364.7	19.4	16.2	25.2	23.9	2.6	8.6	21.7	30.4	13.6	20.0	17.8
Meta	META US	美元	增持	609.9	870.0	42.6	1,537.6	15.1	12.6	21.8	18.6	1.1	6.5	13.7	29.3	16.9	4.1	14.2
奈飞	NFLX US	美元	增持	1,154.2	1423.0	23.3	489.1	35.9	28.8	44.1	37.2	1.7	9.6	n.a.	45.0	12.4	23.4	21.9
优步	UBER US	美元	增持	91.8	121.0	31.8	190.7	22.4	17.7	16.6	23.9	n.a.	3.1	19.4	23.7	15.4	n.a.	n.a.
Spotify	SPOT US	美元	增持	645.3	776.0	20.3	134.5	48.9	35.5	n.a.	45.3	1.0	5.9	41.3	27.5	14.1	52.9	54.2
Doordash	DASH US	美元	增持	195.2	301.0	54.2	84.1	29.6	22.7	36.6	35.6	1.9	4.7	27.6	17.7	24.0	36.2	n.a.
Lyft	LYFT US	美元	增持	23.8	30.0	26.1	9.7	17.2	12.8	19.6	16.2	0.7	1.3	9.1	38.6	13.2	26.2	n.a.
微软	MSFT US	美元	增持	503.3	650.0	29.1	3,740.6	22.0	19.0	36.1	31.3	1.9	n.a.	27.0	29.6	14.6	n.a.	n.a.
海外公司均值								25.1	19.8	28.4	28.4	1.6	5.4	22.3	29.0	15.1	27.5	28.2

注：股价采用 2025 年 11 月 13 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	30,215	32,909	35,968
营收成本	(17,086)	(18,058)	(19,153)	(20,478)	(21,950)
毛利	5,442	8,774	11,062	12,430	14,017
销售和营销费用	(3,916)	(4,402)	(4,401)	(4,460)	(4,515)
一般及行政费用	(2,122)	(2,031)	(2,066)	(2,196)	(2,365)
研发费用	(4,467)	(3,685)	(3,507)	(3,714)	(3,970)
营业费用总额	(10,506)	(10,118)	(9,973)	(10,370)	(10,849)
营业利润/(亏损)	(5,064)	(1,344)	1,089	2,060	3,168
非 GAAP 营业利润/(亏损)	(3,385)	(61)	2,425	3,480	4,707
投资收入净额	(436)	(470)	(239)	(200)	(200)
利息收入	542	435	436	458	475
利息支出	(165)	(89)	(152)	(88)	(83)
汇兑损益	(36)	(69)	(45)	0	0
其他营业外收入净额	133	175	106	0	0
税前收入/(亏损)	(4,733)	(1,400)	1,194	2,230	3,360
所得税费用		37	(48)	(178)	(336)
少数股东权益	(11)	17	5	6	6
归属股东的净利润	(4,822)	(1,347)	1,151	2,058	3,030
归属股东的非 GAAP 净利润	22,528	26,832	30,215	32,909	35,968

主要财务比率

	FY23	FY24	FY25E	FY26E	FY27E
年成长率					
手游	-20%	40%	14%	2%	5%
增值服务	14%	11%	8%	5%	5%
广告	27%	28%	21%	19%	17%
电商以及其它	-29%	-7%	-3%	3%	2%
营收	3%	19%	13%	9%	9%
非 GAAP 净利润	-49%	-99%	n.a.	37%	32%

盈利能力

非 GAAP 毛利率	24%	33%	37%	38%	39%
非 GAAP 经营利润率	-15%	0%	8%	11%	13%
归属股东的非 GAAP 净利润率	-15%	0%	8%	11%	13%
ROE	-23%	0%	17%	19%	21%
ROA	-13%	-4%	3%	5%	7%

每股资料 (人民币)

每股销售额	54.5	64.4	70.4	78.8	86.2
每股销售额(美元)	7.8	8.9	9.8	10.9	12.0
每股销售额(港元)	60.8	69.8	76.2	85.4	93.3
非 GAAP 每股盈利	(8.3)	(0.1)	5.9	8.3	10.9
非 GAAP 每股盈利(美元)	(1.2)	(0.0)	0.8	1.2	1.5
非 GAAP 每股盈利(港元)	(9.2)	(0.1)	6.4	9.0	11.8

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	11,534	14,170	18,057
定期存款	5,195	3,588	3,947	4,342	4,776
应收账款净额	1,574	1,227	1,470	1,651	1,866
预付款和其它流动资产	2,063	1,935	2,118	2,241	2,378
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	465	337	206
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	3,494	3,624	3,585
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	35,495	39,465	44,678
应付账款	4,334	4,801	5,093	5,445	5,836
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
应计负债及其它应付款	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	19,055	19,699	20,497
非控股股东权益	12	(4)	(9)	(15)	(21)
股东权益总额	14,404	14,104	16,440	19,766	24,181

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	5,241	6,870	8,452
净利润/(亏损)	(4,812)	(1,364)	1,146	2,052	3,024
折旧摊销	2,730	2,772	2,490	2,894	3,335
股权激励	1,133	1,116	1,190	1,274	1,392
营运资金变动	449	3,292	415	651	702
其它	766	0	0	0	0
投资活动现金流	1,762	(138)	(3,643)	(3,982)	(4,365)
购买物业、厂房及设备	(182)	(215)	(242)	(263)	(288)
购买无形资产	(1,148)	(1,932)	(2,380)	(2,596)	(2,842)
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11月13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撰写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