

# 哔哩哔哩 (9626.HK) 深度

## 跨越盈利拐点，AI应用与游戏品类扩张加速商业化价值释放

公司研究 · 深度研究

传媒 · 传媒

投资评级：优于大市（维持评级）

证券分析师：张衡

021-60875160

zhangheng2@guosen.com.cn

S0980517060002

证券分析师：熊莉

021-61761067

xiongli@guosen.com.cn

S0980519030002

证券分析师：云梦泽

021-60933155

yunmengze@guosen.com.cn

S0980525110001

证券分析师：陈瑶蓉

021-61761058

chenyaorong@guosen.com.cn

S0980523100001

**国内领先的PUGV平台，生态护城河持续筑牢。**哔哩哔哩（B站）成立于2009年，历经十余年从二次元社群向全品类视频平台的成功“破圈”，现已发展为国内最大的基于UP主生态的PUGC（专业用户生产内容）视频平台。其核心竞争力在于构建了一个高壁垒、强关注且高粘性的视频兴趣社区，用户与UP主之间存在极强的情感纽带和信任背书。截至2025年Q3，平台MAU和DAU分别达到3.76亿和1.17亿，均创历史新高；日活用户日均使用时长增长至112分钟，显示出极高的用户忠诚度。此外，B站成功实现了用户群体的跨代际扩张，用户平均年龄已由2018年的21岁增长至当前的26岁，覆盖了中国绝大多数Z+世代，这部分人群正逐步成为社会消费主力军，为平台的商业化提供了极具潜力的流量池。

**业务结构优化，广告与游戏双轮驱动增长弹性。**1) 公司商业化形态多元，由增值服务、广告、游戏和IP衍生品四大板块构成。其中，增值业务（会员费及直播）作为第一大收入来源，保持年化近10%的稳健增长，为公司贡献了稳定的现金流底座；2) 业绩弹性主要来自广告与游戏业务。广告业务得益于算法迭代与社区心智的成熟，在2025年前三季度实现同比增长21%，增速显著优于行业平均水平。游戏业务则在经历战略调整后重新聚焦，凭借2024年上线的爆款SLG手游《三国：谋定天下》实现了质的飞跃，该产品不仅打破了B站过度依赖二次元题材的固有印象，更在2024年推动游戏收入同比高增长，成为平台盈利的破局点；3) 这种从单一增值驱动向“社区+内容+商业化”多点开花的结构转型，显著增强了营收的抗风险能力与成长空间。

**财务越过盈亏平衡线，利润进入加速释放期。**1) 财务数据的质变是B站重要的拐点时刻。受惠于高毛利广告及游戏业务占比的提升，公司毛利率与净利率自2023年起持续改善，成功在2024年Q3实现单季利润转正，并预计在2025年实现全年扭亏为盈，开启利润加速释放期；2) B站独特的PUGV生态使其在成本端具备天然优势：2024年内容成本仅占营收的10%，远低于传统长视频平台。同时营销费用率已降至16%，表明平台已脱离“烧钱换增长”阶段，依靠内生社区动力即可实现用户的长效留存；3) 在现金流方面，公司经营性现金流于2023年转正，2025年前三季度进一步增长至53.08亿元，健康的自身造血能力结合持续优化的治理结构，正推动B站从流量平台向高利润商业体演进。

**投资逻辑：短期具备安全边际，长线成长空间持续打开；**1) 我们维持盈利预测，维持“优于大市”评级。预计公司2025/26/27年经调后净利润分别为25.48/33.66/45.76亿元，对应同期36/27/23x PE。短期来看参考可比公司，合理市值为934-1307亿元（港币），当前股价隐含29%向上空间；2) 长期而言，游戏与广告业务的成长天花板正在被AI技术与全品类战略持续拉高。游戏端，B站正从9%市场份额的二次元小众领域向大众IP品类（如三国SLG、硬核射击、竞技卡牌）全面转型，潜在市场规模具备显著扩张空间；《逃离鸭科夫》等现象级单机作品的成功，证明了平台具备跨品类研发、发行及激活高价值玩家的能力。广告端，B站变现效率仍有巨大“补齐”空间，当前每千人单位时长的收入贡献处于行业低位。参考Meta通过AI实现业绩爆发的路径，B站正通过哔哩必达等平台与工具提升营销效率，结合GEO产业趋势，深度视频内容的广告商业化变现能力有望加速释放。若其变现效率未来能对标行业平均水平，有望带来百亿级别的广告增量贡献，推动公司估值逻辑由“社区平台”向“高壁垒AI内容商业化生态”跃迁。

**风险提示：业绩低于预期、技术进步低于预期、监管政策风险等。**

# 1. 公司概况：国内领先的PUGV平台

# 1.1 国内最大的基于UP主生态的PUGC视频平台

- ▶ 哔哩哔哩（简称“B站”）成立于于2009年，最早作为弹幕网站AcFun备站，经过10余年的持续“破圈”，逐步成为国内最大的PUGC（专业用户生产内容）视频平台；
- ▶ 以用户规模计，B站是中国第三大UGC（用户生产内容）视频平台、第一大PUGC视频平台，其内容主要由专业用户生产，介于UGC和PGC（专业机构生产内容）之间、具有时长1-30min、横屏等特征；

图：哔哩哔哩PC端



资料来源：官网，国信证券经济研究所整理

图：哔哩哔哩手机端



资料来源：官网，国信证券经济研究所整理

## 1.2 发展历程：从平台破圈到商业化加速

### ➤ 垂直日系 ACG 时期（2009-2013）：原住民的“备站”时代

- ✓ 特征：作为 AcFun 备站成立，早期拥有强烈的日系二次元风格
- ✓ 用户：约 3000 万核心用户，代表了“宅文化”和“原教主义”，占据社区“鄙视链”顶端
- ✓ 核心竞争力：凭借优质的服务体验和对二次元初心的坚持，在 AcFun 管理层频繁更迭时实现反超

### ➤ 泛二次元 ACG 时期（2014-2017）：中国特色 ACG 人群的涌入

- ✓ 特征：2013 年大改版，降低新番比重，增加独立排行榜
- ✓ 演变：不同于日本的“御宅族”，国内发展出穿梭于二次元与三次元之间的“中国特色 ACG 人群”，动漫与港剧成为最受欢迎的细分内容

### ➤ Z 世代兴趣社区时期（2018-2020）：主流化的“破圈”跃迁

- ✓ 特征：2020 年 Q3 单月 MAU 突破 2 亿，新增用户均龄 20 岁，覆盖近七成 Z 世代。
- ✓ 精神内核：泛二次元审美（卖萌）、思维（脑洞）和精神（抽象化 IP）逐渐成为主流。B 站正式成为 Z 世代生活、娱乐与学习的新聚集地。

### ➤ PUGC 视频平台时期（2021-2024）：迈向中国版“YouTube”

- ✓ 特征：PUGC 生态天然破圈，通过细分内容供给吸引全年龄段用户，从青少年向中年、二次元向泛娱乐扩张。
- ✓ 核心逻辑：带着“精英化”基因攻克下沉市场，寻找“内容洼地”，通过爆款内容实现用户的持续留存。

### ➤ 商业化与 AI 驱动的盈利期（2025 至今）：从“流量池”到“变现力”

- ✓ 里程碑：实现历史性盈利。2025 年有望成为 B 站的盈利元年，Q3 调整后净利润达 7.9 亿元，同比大增 233%。
- ✓ 双核驱动：内容心智 + AI 技术。2026 年 B 站明确了“双核”战略：一方面深耕优质内容以渗透消费心智（如广告主因“兴趣圈层”获得的转化率处于高位）；另一方面加速 AI 赋能营销，AI 技术已全面融入营销环节，AI 内容播放量保持高增长。
- ✓ 业务支柱：1) 广告：连续 11 个季度保持超 20% 的增长；2) 游戏：凭借自研及代理如《三国：谋定天下》、《逃离鸭科夫》等爆款，实现了从二次元向全品类发行的突破；生态：用户粘性创历史新高，日活跃用户 (DAU) 达 1.17 亿，日均使用时长增至 112 分钟。

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

# 1.3 社区生态：强关注、高黏性的视频兴趣社区

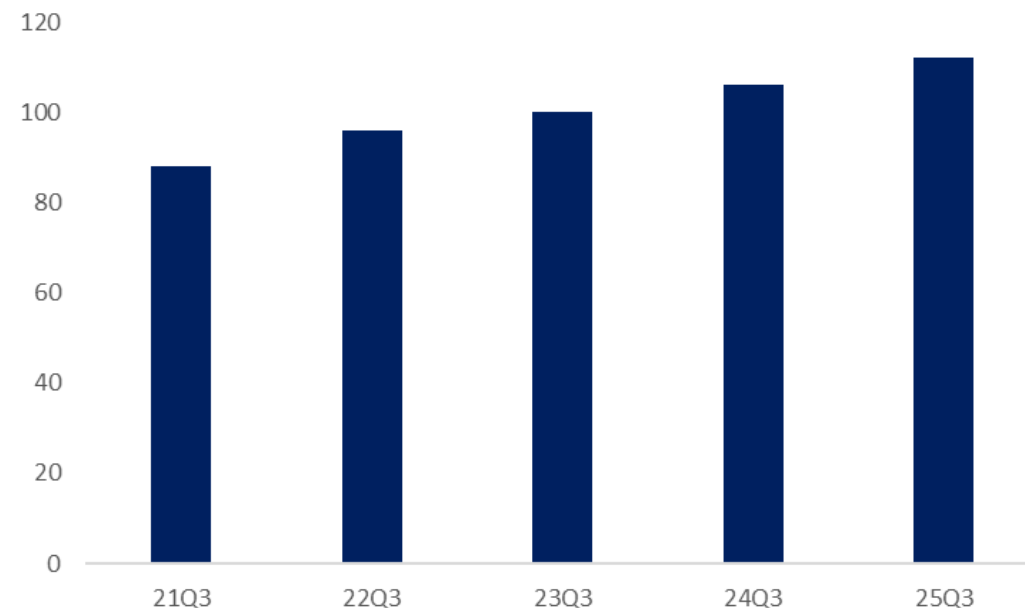
- 25年Q3公司平台MAU、DAU分别达到3.76亿、1.17亿，同比分别增长8%、9%、创历史新高；月付费用户0.35亿，同比增长17%，在互联网渗透率见顶的背景下表现突出；
- 活跃用户日均使用时常达到112分钟、同比增长6%；

图：哔哩哔哩DAU（百万）及增速



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

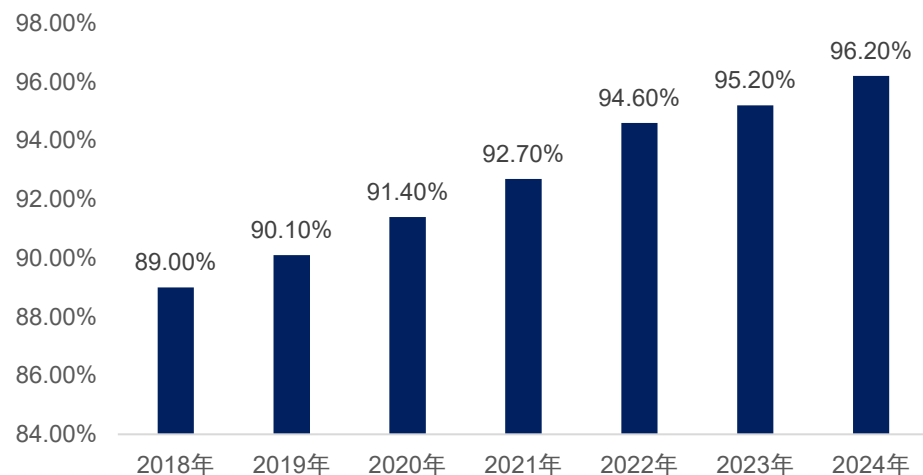
图：哔哩哔哩DAU（百万）及增速



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

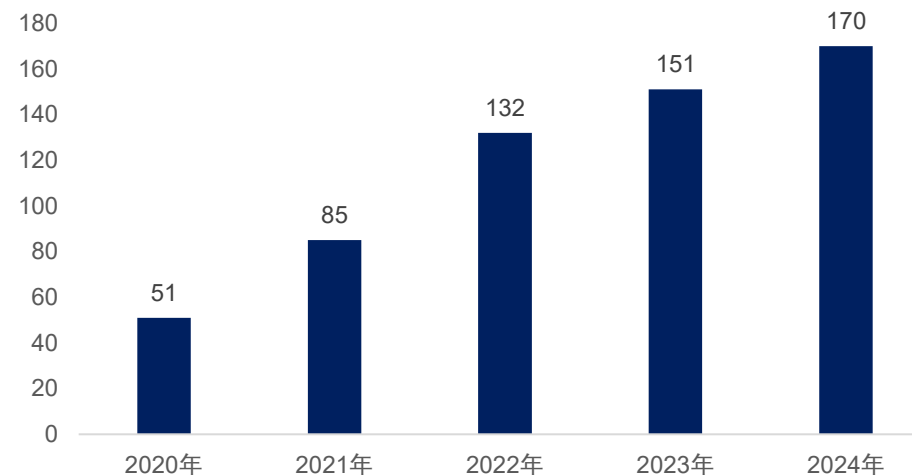
# 1.4 用户生态稳固，竞争壁垒持续深化

### PUGV内容占比



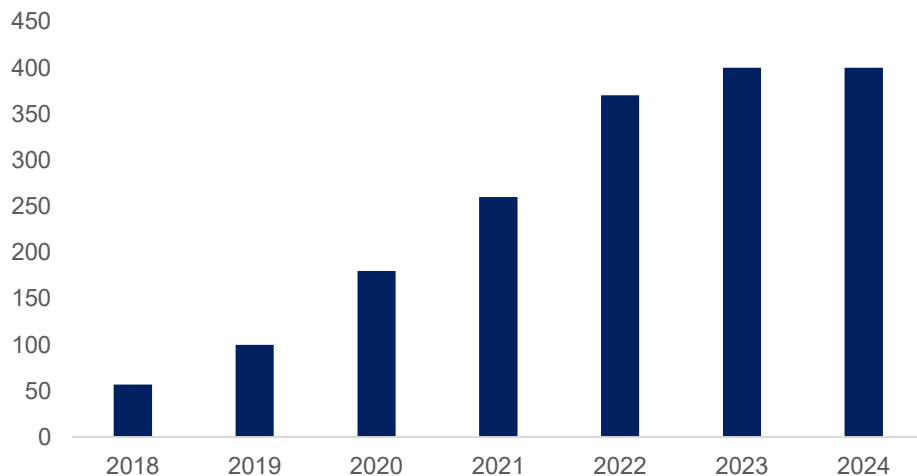
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

### 月均互动量（亿）



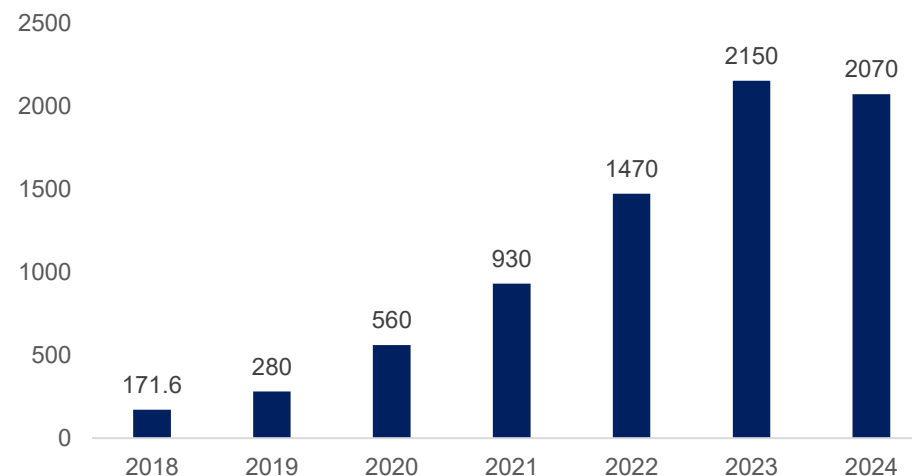
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

### 月活跃内容创作者数量（万）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

### 月视频投稿量（万）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

## 2.主要股东与管理层

## 2.1 主要股东

- 公司当前总股本4.21亿股、其中香港流通股3.41亿股，采用同股不同权的股权架构；其中每股Y类普通股可行使10票投票权、每股Z类普通股仅代表1票投票权；且Y类普通股可以在任何时期转换为Z类普通股，而Z类普通股不可转换为Y类普通股；
- Y类普通股以公司核心管理团队持股平台为主，其中Vanship 权益占比59%、具备绝对的投票权优势；Z类普通股中，腾讯为重要财务投资人、占比9.72%，其他主要为二级市场投资机构。

表：股本结构

| 主要股东名称                               | 身份/权益性质         | 股份数目(11)                      | 占各类股份权益的概约百分比 |
|--------------------------------------|-----------------|-------------------------------|---------------|
| Y类普通股                                |                 |                               |               |
| Vanship Limited                      | 实益拥有人           | 48,032,802 (L)                | 59.23%        |
| Kami Sama Limited                    | 实益拥有人           | 25,867,208 (L)                | 31.90%        |
| Saber Lily Limited                   | 实益拥有人           | 7,200,000 (L)                 | 8.88%         |
| Z类普通股                                |                 |                               |               |
| Deutsche Bank Aktiengesellschaft (6) | 存托人/投资经理/核准借出代理 | 75,612,109 (L) 74,939,053 (S) | 22.26%/22.06% |
| 腾讯                                   | 受控制法团权益         | 43,749,518 (L)                | 12.88%        |
| Tencent Mobility Limited             | 实益拥有人           | 32,795,161 (L)                | 9.65%         |
| JPMorgan Chase & Co.                 | 受控制法团权益/投资经理/持有 | 45,672,389 (L)                | 13.44%        |
|                                      | 股份担保权益的人士/受托人/核 | 27,020,411 (S)                | 7.95%         |
|                                      | 准借出代理           | 14,348,388 (P)                | 4.22%         |
| Bank of America Corporation          | 受控制法团权益         | 23,181,714 (L)                | 6.82%         |
|                                      |                 | 22,520,555 (S)                | 6.63%         |
| BlackRock, Inc.                      | 受控制法团权益         | 20,332,543 (L)                | 5.98%         |

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

## 2.2 管理层

- 公司核心管理团队主要为陈睿（董事会主席、首席执行官）、徐逸（总裁）、李旒（首席运营官）；
- 公司核心高管均持有公司较高额度股权，且得益于同股不同权的股权架构、保证了公司整体决策的稳定性；

表：核心团队对公司治理有较高的掌控能力

| 董事或最高行政人员姓名 | 权益性质  | 股份数目及类别   | 占各类股份权益的概约百分比            |
|-------------|---|---|--------------------------|
| 陈睿先生        | 全权信托创始人，其可影响受托人行使其酌情权的方式<br>实益拥有人全权信托创始人，其可影响受托人行使其酌情权的方式                                 | 48,032,802股Y类普通股(L)/5,000,000股Z类普通股(L)/1,266,204股Z类普通股(L)                 | 59.23%/1.51%/0.38%       |
| 李旒女士        | 全权信托创始人，其可影响受托人行使其酌情权的方式<br>实益拥有人   | 7,200,000股Y类普通股(L)/3,000,000股Z类普通股(L)                                     | 8.88%/0.90%              |
| 徐逸先生        | 全权信托创始人，其可影响受托人行使其酌情权的方式<br>全权信托创始人，其可影响受托人行使其酌情权的方式<br>全权信托创始人，其可影响受托人行使其酌情权的方式<br>实益拥有人 | 25,867,208股Y类普通股(L)/1,500,000股Z类普通股(L)/1,500,000股Z类普通股(S)/45,000股Z类普通股(L) | 31.90%/0.45%/0.45%/0.01% |
| JP Gan先生    | 实益拥有人全权信托创始人，其可影响受托人行使其酌情权的方式于受控法团权益  | 189,911股Z类普通股(L)/37,500股Z类普通股(L)/149,700股Z类普通股(L)                         | 0.06%/0.01%/0.05%        |
| 何震宇先生       | 实益拥有人   | 182,411股Z类普通股(L)  | 0.05%                    |

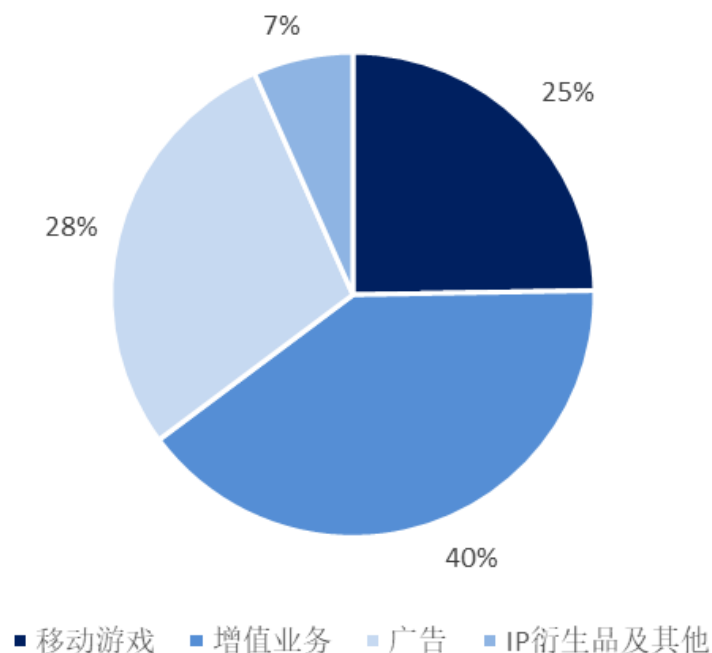
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

### 3. 主营业务：增值服务稳扎稳打，广告/游戏贡献增量弹性

### 3.0 主营构成

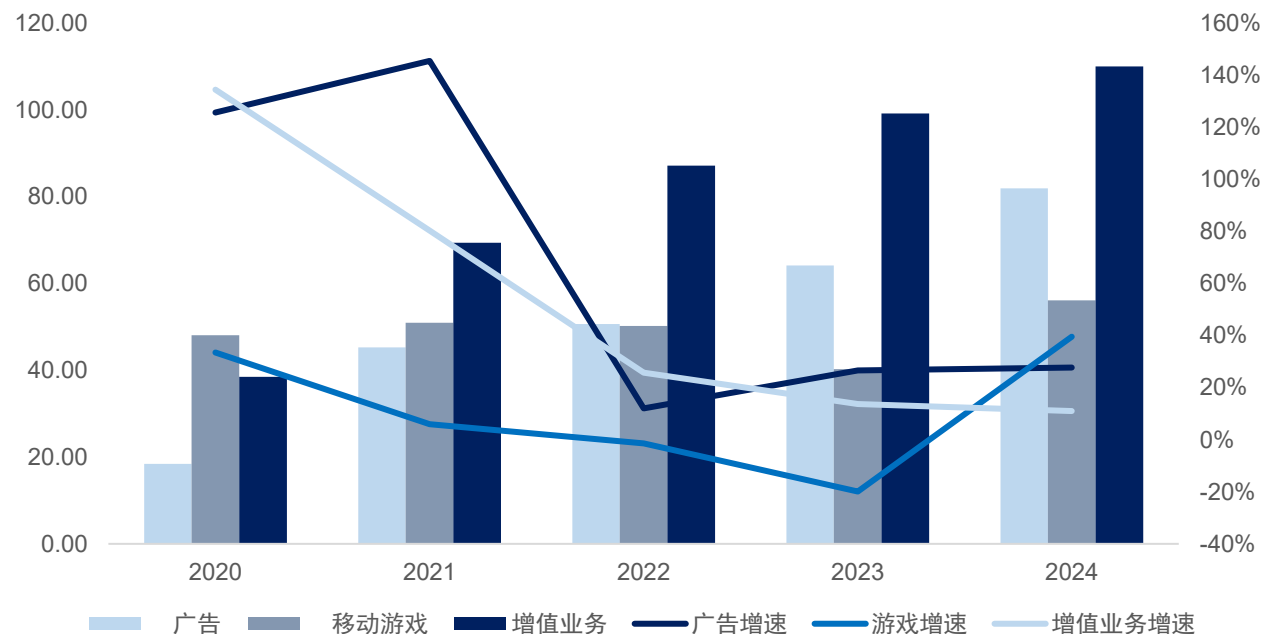
- 广告、增值服务、游戏、IP衍生品是公司的主要商业化形态。2025年上半年增值业务、广告、游戏、IP衍生品营收占比分别为40%、28%、25%、7%，构成了公司营收的主要来源；
- 增速上来看，游戏、广告是近年收入增长的主要动力；

图：收入构成



资料来源：wind，公司公告，国信证券经济研究所整理

图：增速及表现



资料来源：wind，公司公告，国信证券经济研究所整理

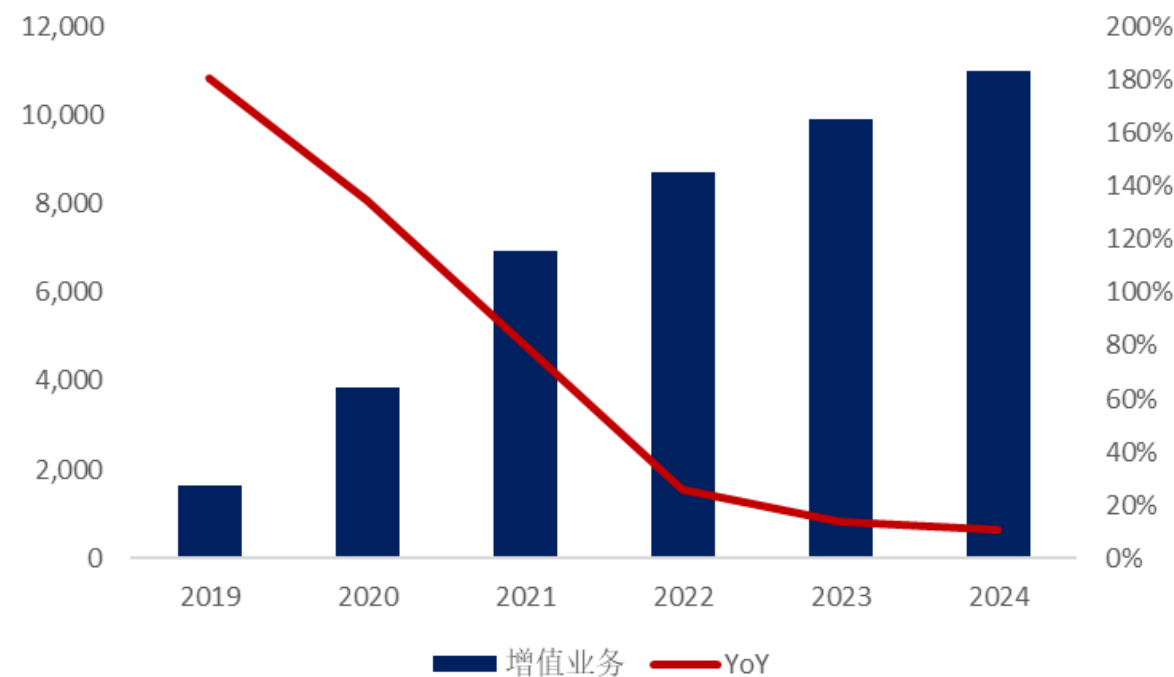
## 3.1 增值业务

- 增值主要以会员费、直播打赏为主，包含猫耳fm、漫画、付费课程等产品形态；
- 营收表现上来看，当前是公司第一大收入来源；从2019年的16.41亿元增长至2024年的109.99亿元；25年前三季度达到86.67亿元，同比增长9.5%，继续保持稳健增速；

图：增值业务形态



图：增值业务收入及增速



资料来源：公司网站，国信证券经济研究所整理

资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

## 3.2 广告

- 广告业务是基于哔哩哔哩的内容生态和兴趣社区，以类似于原创内容的展示形式，对用户进行定向投放的广告形态。广告分品牌广告和效果广告，包括出现在移动端应用的启动页及页面顶部的广告、网站主页顶部横幅品牌广告以及线上视频推送旁边的效果广告。

图：广告业务形态

| 广告形态    | 主要展示位置与特点                         | 核心价值                                  |
|---------|-----------------------------------|---------------------------------------|
| 开屏广告    | APP启动时全屏展示，通常持续3-5秒。              | 强势曝光，在用户打开APP的第一时间建立品牌认知。             |
| 信息流广告   | 无缝融入首页推荐、动态流等视频内容中，样式与普通视频卡片一致。   | 原生体验，依托平台算法推荐，精准触达兴趣用户，实现“种草”。        |
| 弹幕广告    | 以弹幕形式在视频播放过程中飘过，支持互动点击。           | 深度互动，利用B站特色弹幕文化，制造话题和共鸣，增强传播性。        |
| UP主合作广告 | 品牌通过官方“花火”平台与UP主合作，由UP主创作定制化视频内容。 | 信任背书，借助UP主的影响力和创意能力，将品牌信息转化为用户喜欢看的内容。 |
| 搜索广告    | 出现在用户主动搜索后的结果页首位，与品牌号联动。          | 精准收口，捕获用户明确意图，转化效率高，尤其适合高决策成本的产品。     |
| 商业起飞    | 付费助推UP主商单视频或品牌号视频至公域流量池           | 内容加热，为优质商业内容额外赋能为“广告”。                |

资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

图：站广告

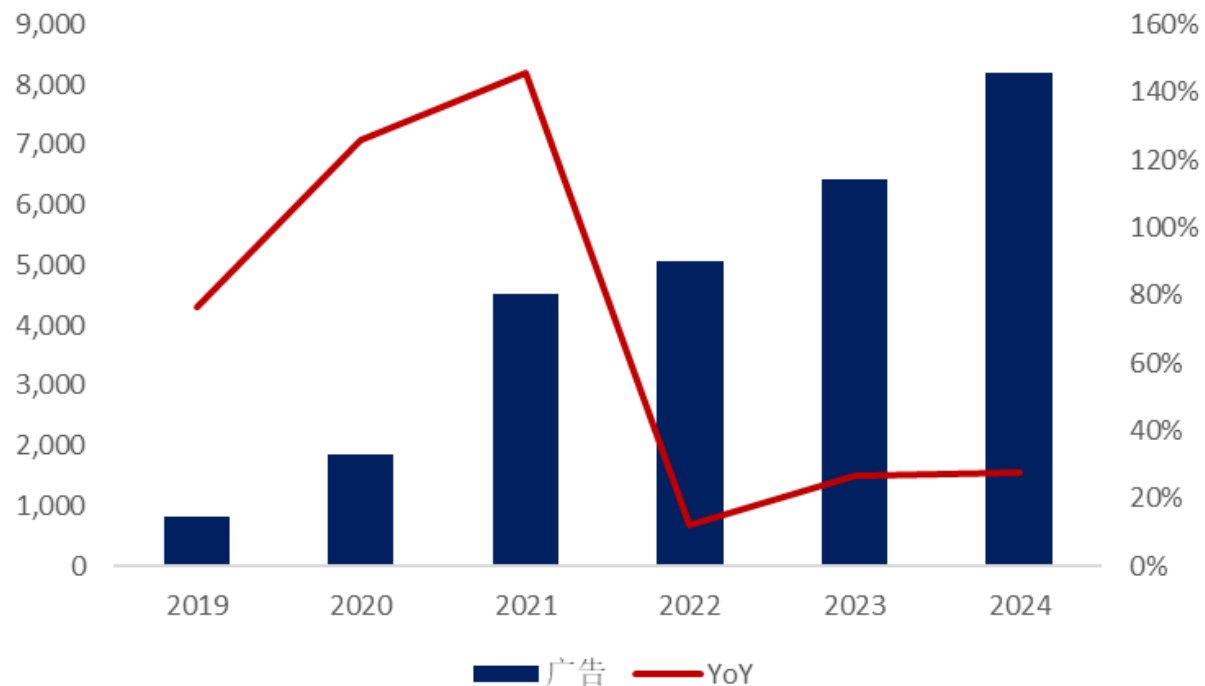


资料来源：官网及哔哩哔哩APP，国信证券经济研究所整理

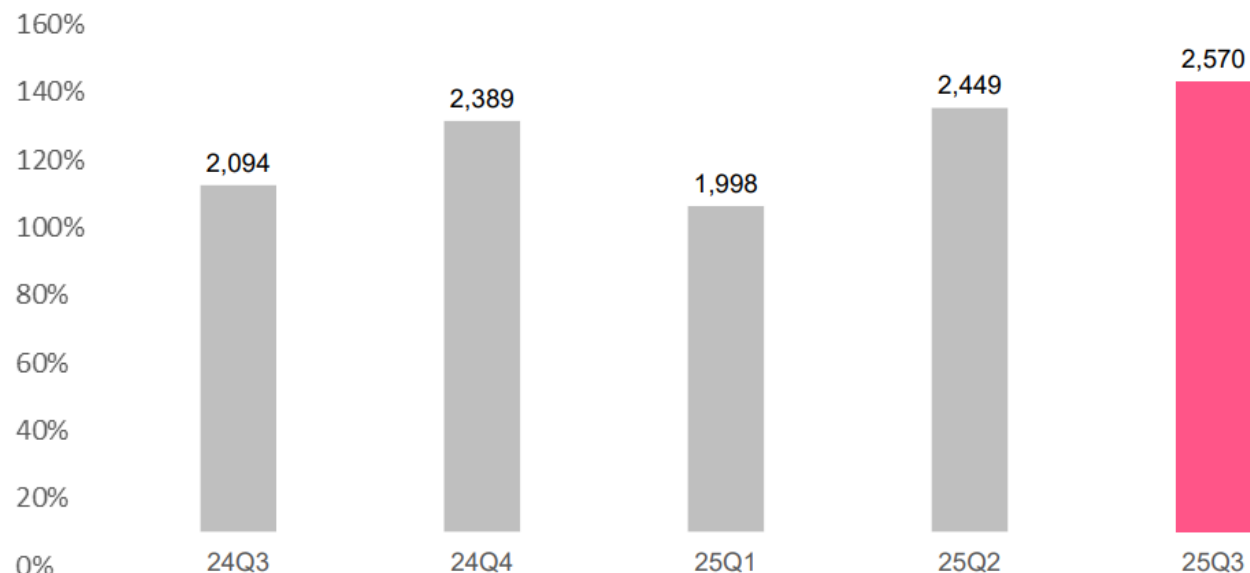
## 3.2 广告

- ▶ 得益于公司庞大的用户基数，从2019年至今广告营收规模呈现持续上升趋势，从2019年的8.17亿元增长至2024年的81.89亿元；2025年前三季度继续保持良好增长趋势，同比增长21%至70.16亿元，增速显著优于行业整体表现（根据QuestMobile数据，25年上半年国内互联网广告同比增长5.6%）。

图：广告营收及增速



图：广告季度营收保持在较高量级



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

### 3.3 游戏：《三谋》助力游戏业务高增长

- 公司游戏业务主要采用独家授权、联合运营两种模式；当前产品矩阵中，核心产品为24年推出的《三国：谋定天下》以及长线产品《命运 — 冠位指定》(FGO)、《碧蓝航线》(Azure Lane)等。

图：B站游戏业务发展历史

| 时间段        | 阶段特征          | 核心事件与代表游戏   |
|------------|---------------|---|
| 2014-2016年 | 代理起步，探索阶段     | 联运《崩坏学园2》；独家代理《Fate/Grand Order》(FGO)国服上线。                              |
| 2017-2018年 | 辉煌鼎盛，重度依赖     | 《FGO》成为营收顶梁柱，2017年游戏收入占比高达83%；代理《碧蓝航线》再获成功。                             |
| 2019-2022年 | 主动“去游戏化”与战略调整 | 提出降低游戏收入占比目标；自研团队超千人但产出有限；错过《原神》等爆款代理机会；2022年陈睿亲自接管游戏业务。                |
| 2023年至今    | 重新聚焦，寻求高质量增长  | 收缩部分自研项目；独家代理的SLG手游《三国：谋定天下》成为新爆款，2024年第三季度推动游戏收入同比激增84%，并助力B站首次实现季度盈利。 |

资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

图：B站主要游戏产品

| 游戏名称    | 《三国：谋定天下》  | 《命运-冠位指定》(FGO)                                | 《碧蓝航线》                                       |
|---------|--|---|--|
| 游戏类型    | SLG（策略模拟）  | RPG（角色扮演）                                     | 策略养成、即时海战                                    |
| 上线时间    | 2024年6月13日   | 2017年   | 2017年  |
| 运营模式    | B站独家代理   | B站大陆地区独家代理                                    | B站发行   |
| 当前状态/特点 | 新兴旗舰产品，B站历史上最快达到十亿流水的游戏。采用“降肝减负”模式，目标实现至少5年的长生命周期。       | 经典IP常青树，日本Fate系列首款正版手游，以百万字级原创剧情和指令卡式战斗系统为特色。 | 长线运营典范，运营已超八年，用户数与收入仍保持增长。以战舰拟人和活跃的二创社区生态著称。 |
| 近期动态/贡献 | 2025年Q2带动B站游戏收入同比增长68%。2025年8月开启新服务器，持续通过活动并与国漫《火凤燎原》联动。 | 2025年9月开启新服务器，持续通过活动维持玩家活跃度。                  | 2025年5月举办八周年庆典，通过线上线联动、跨界合作及内容更新保持IP活力。      |

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

### 3.3 游戏：《三谋》助力游戏业务高增长

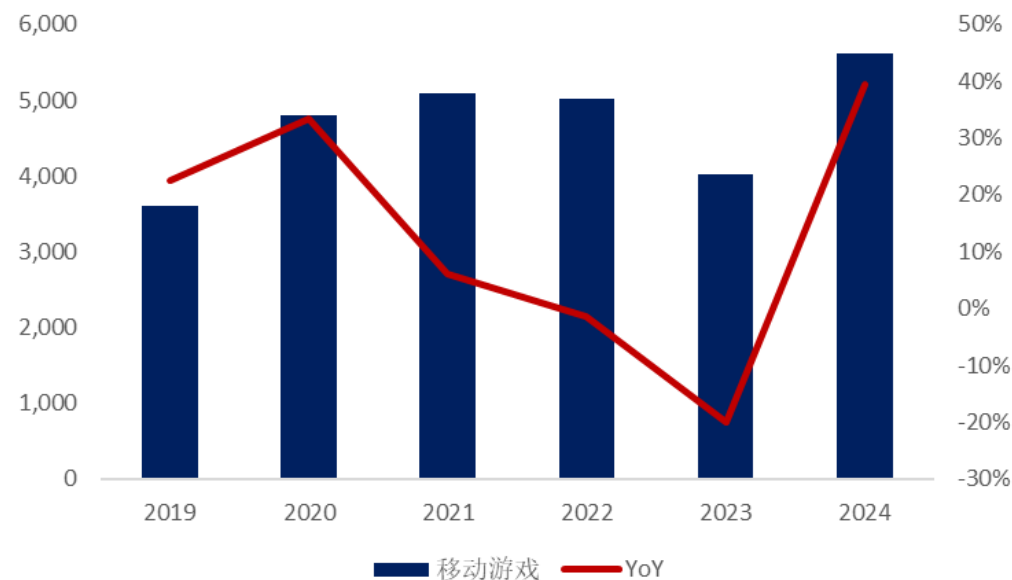
- 移动游戏业务收入从2019年的35.98亿元增长至2024年的56.1亿元；25年前三季度实现营业收入48.5亿元，同比增长27%，主要得益于《三谋》的贡献

图：三谋



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

图：游戏业务营收及表现



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

## 4. 财务表现：越过盈亏平衡线，利润进入加速释放期

## 4.1 营收持续向上，25年有望首次越过盈亏平衡线

- 得益于商业化的持续推进，公司营收规模持续增长，从2015年的1.31亿元增长至2024年的268.32亿元；其中2024年营业收入同比增速达到19%、在主要互联网平台中保持较高增速；25年1-3Q公司实现营业收入220.26亿元，同比增长15.34%。
- 净利润方面，受制于商业化程度不足以及较高的内容、运营成本，公司在2023年之前亏损规模较为显著；2023年以来在运营效率提升、商业化提速之下，盈利能力持续改善；2024全年Non-GAAP净利润亏损0.39亿元、同比收窄99%；2025年前三季度归母净利润扭亏为盈、达到6.8亿元（上年同期亏损13.7亿元）；经调整净利润达到17.12亿元（24年同期为亏损4.75亿元）；实现经营现金流53.08亿元，持续向上（上年同期46.14亿元）；2）Q3单季度公司实现营业收入76.9亿元，同比增长5%、环比增长5%；经调整净利润达到7.86亿元同、环比增速分别达到233%、40%，盈利能力呈现加速上升趋势。

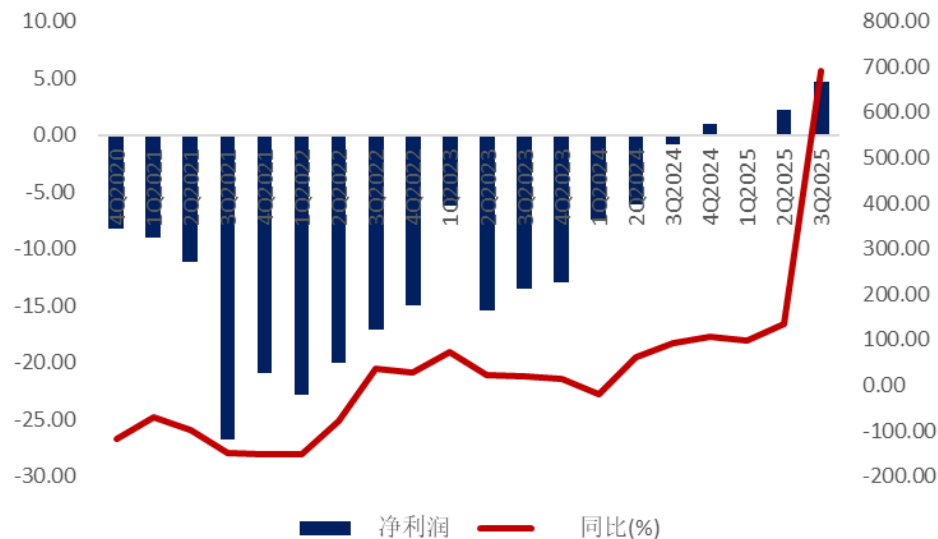
图：营业收入（百万元）及增速



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

图：净利润（百万元）及增速

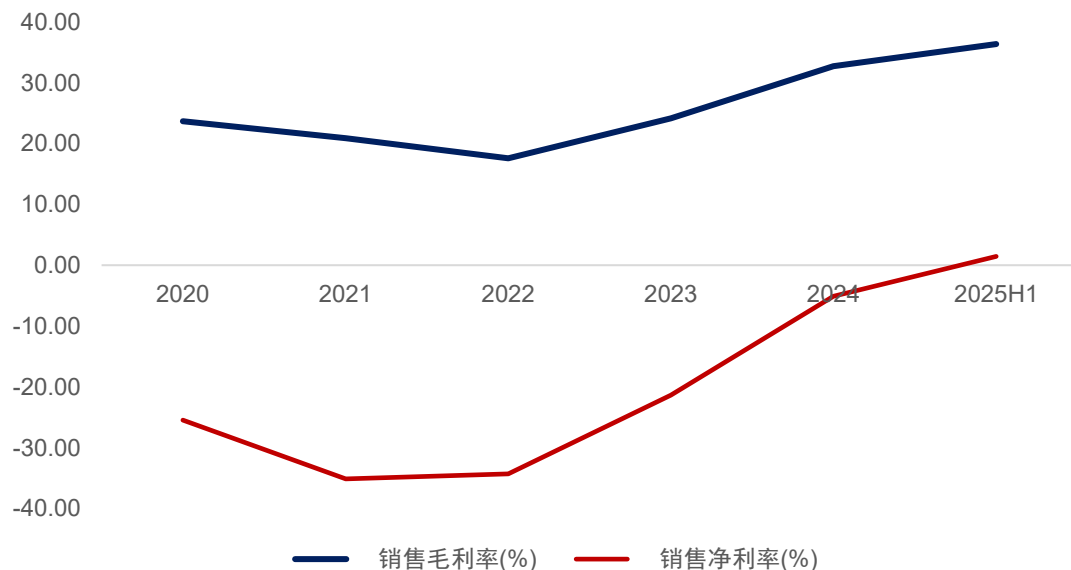


资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

## 4.2 毛利率及净利率改善基础稳固，自身造血能力持续提升

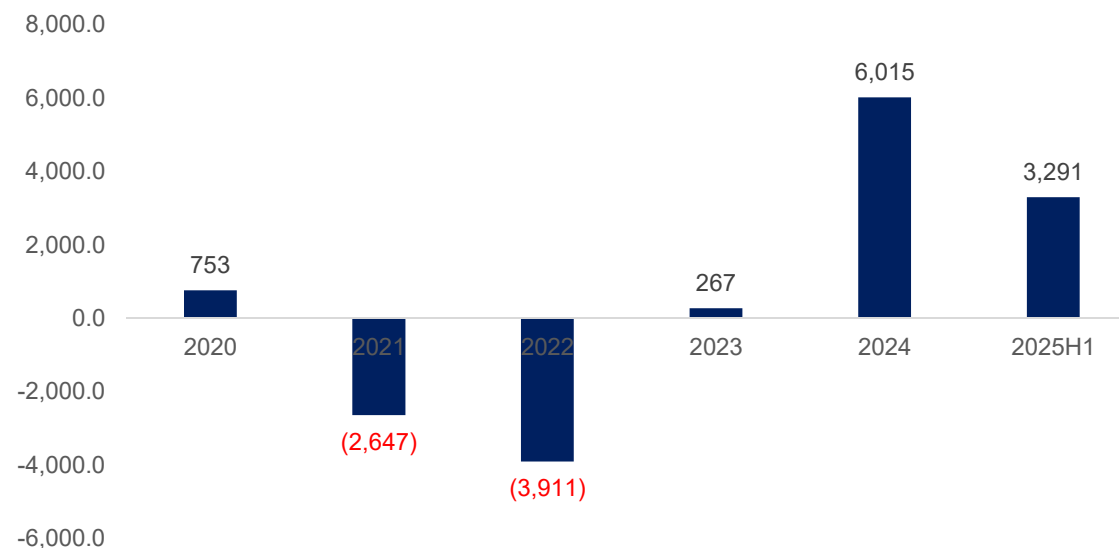
- 高毛利的广告业务和游戏业务在总收入中占比持续提升 带动整体毛利率和净利率从23年开始持续提升；依托于PUGV（专业用户生成视频）生态，B站的内容成本占收入比重在2024年仅为10%，远低于长视频平台（如爱奇艺同期为75%），进一步强化了收入端提升对毛利率、净利率提升的拉动作用；
- 营收增长、毛利率及净利率提升之下，公司净利润实现里程碑突破。2024年Non-GAAP净亏损同比大幅收窄99%，2025年前三季度归母净利润与经调整净利润均实现扭亏为盈；
- 2023年实现经营性现金流转正，这是公司商业化闭环跑通的标志；2024年至今经营性现金流持续显著向上，自身造血能力大幅改善。

图：毛利率及净利率



图：经营性净现金流

经营活动现金净流量（百万元）

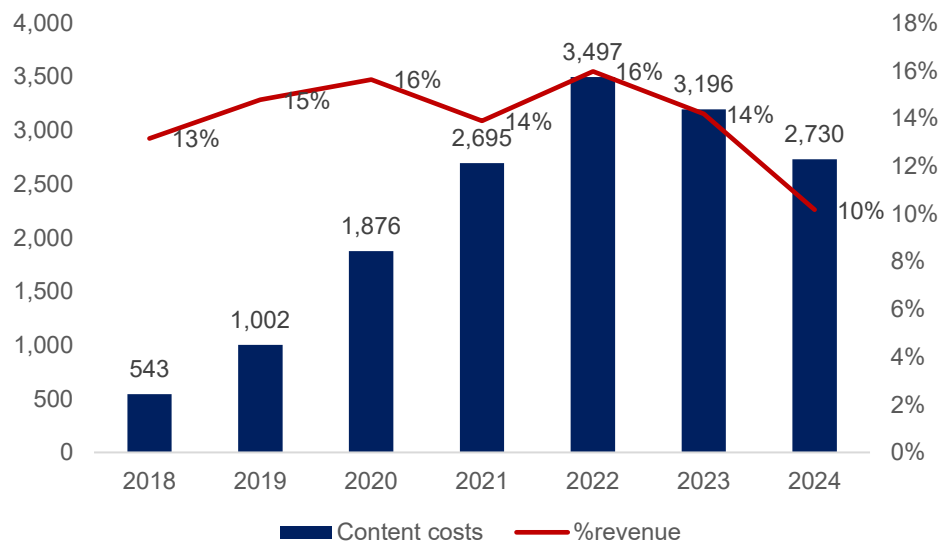


## 4.3 成本、费用稳定之下利润进入加速释放期

▶以PUGV为主的生态体系下，内容成本得到有效控制；相比爱奇艺，2024年内容成本合计27.3亿元 VS 219.54亿元；收入占比10% VS 75%，远期占比有望持续下降；

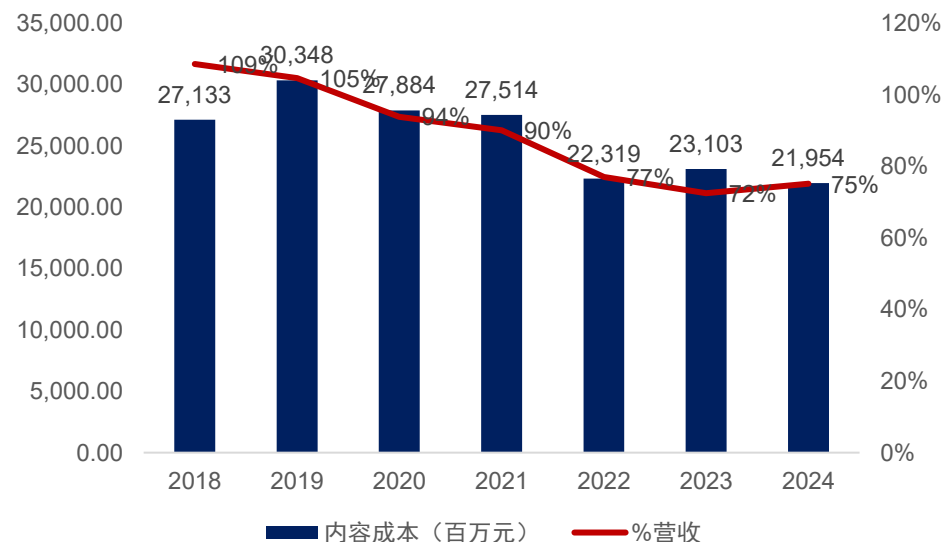
▶费用规模及占比；2024年销售费用率降至16%（同期快手为32%）。这表明B站在用户获取及留存上已脱离“烧钱换增长”阶段，品牌心智已形成，依靠社区生态即可实现用户的内生增长与留存、社区生态更为健康；

图：哔哩哔哩



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

图：爱奇艺内容成本及占比



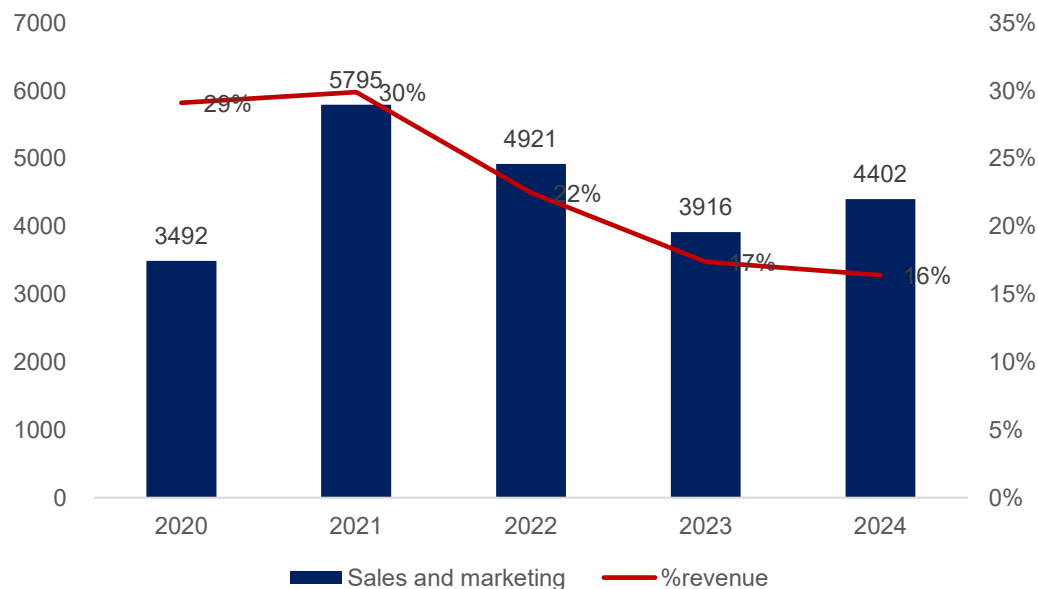
资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

## 4.2 成本、费用稳定之下利润进入加速释放期

►商业化提升的背景下，销售费用规模基本保持稳定、占比持续下降，2024年44.02亿元、占收入比重16% VS 同期快手411亿元、收入占比32%；

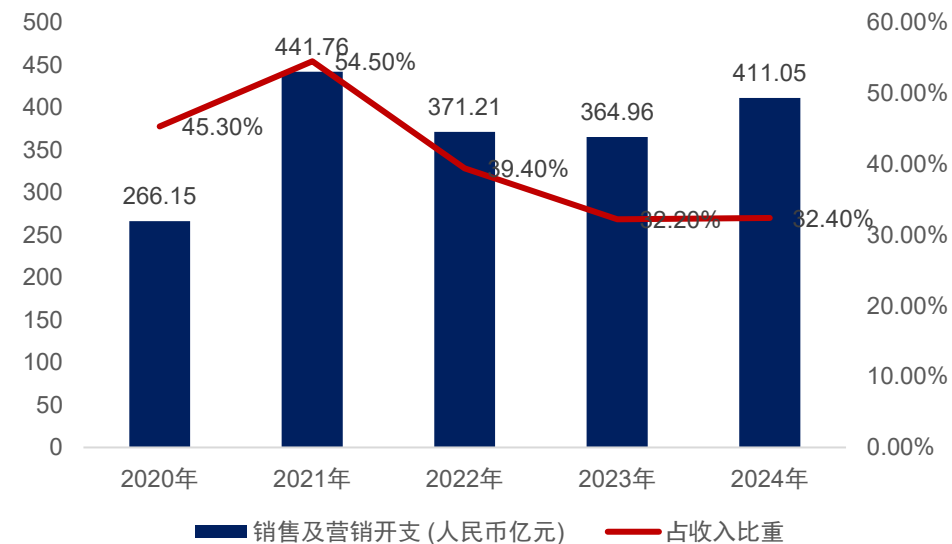
►24年Q3单季利润转正、25年全年预计转正，净利润进入加速释放期；

图：哔哩哔哩销售费用及占比



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

图：快手销售费用及占比



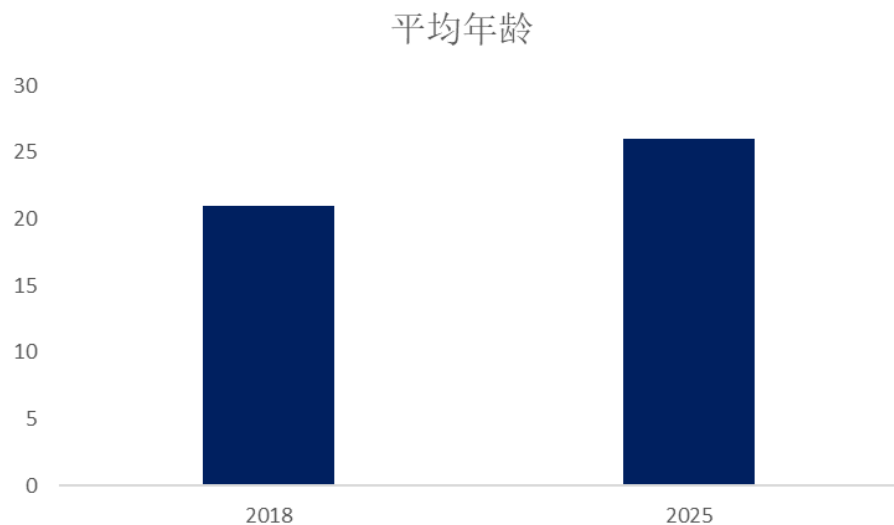
资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

## 5. 盈利预测与估值：短期具备安全边际，长期成长性徐徐展开

# 5.1 用户结构改善，奠定中远期平台商业化基础

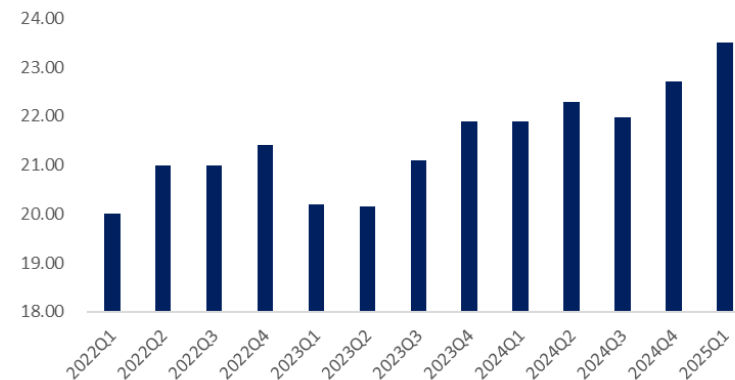
➤ 着用户群体破圈、24年平均年龄达到26岁（2018年为21岁）

➤ 商业化能力逐步提升：月均付费用户达到3200万，广告价值逐步提升



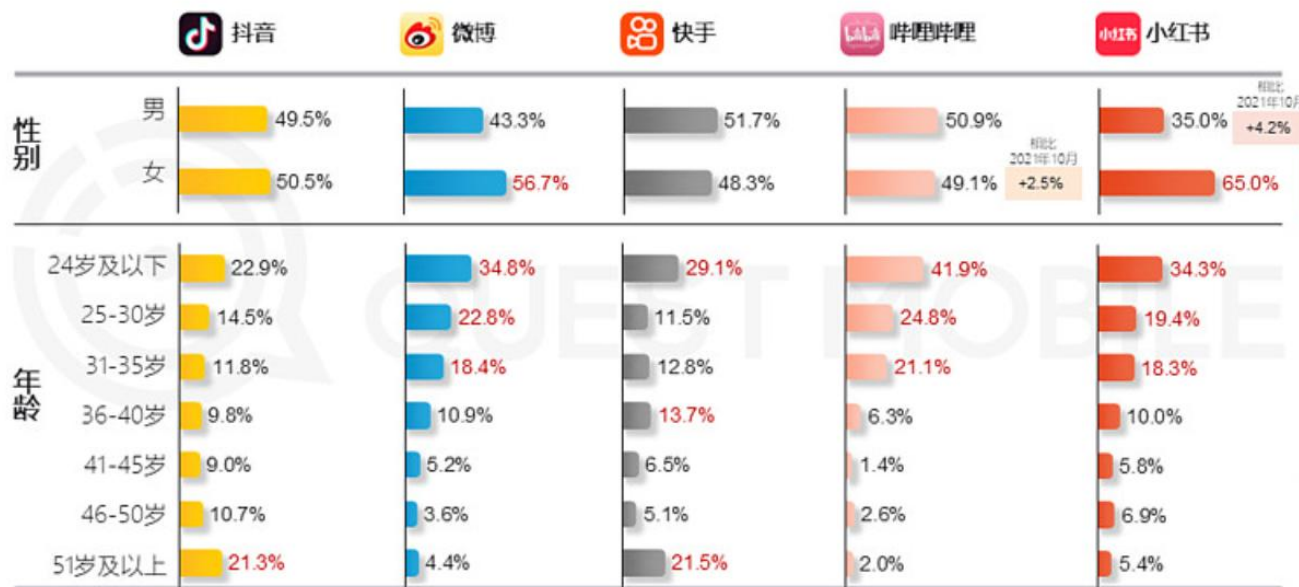
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

大会员数量（百万）



图：主要平台用户结构

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

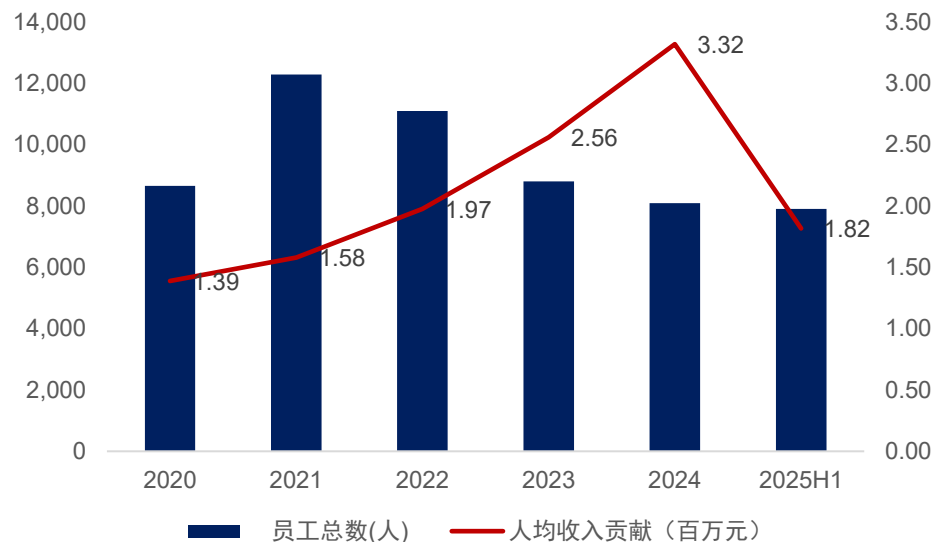


资料来源：Questmobile，国信证券经济研究所整理

## 5.2 公司治理优化，中长期商业化能力逐步改善

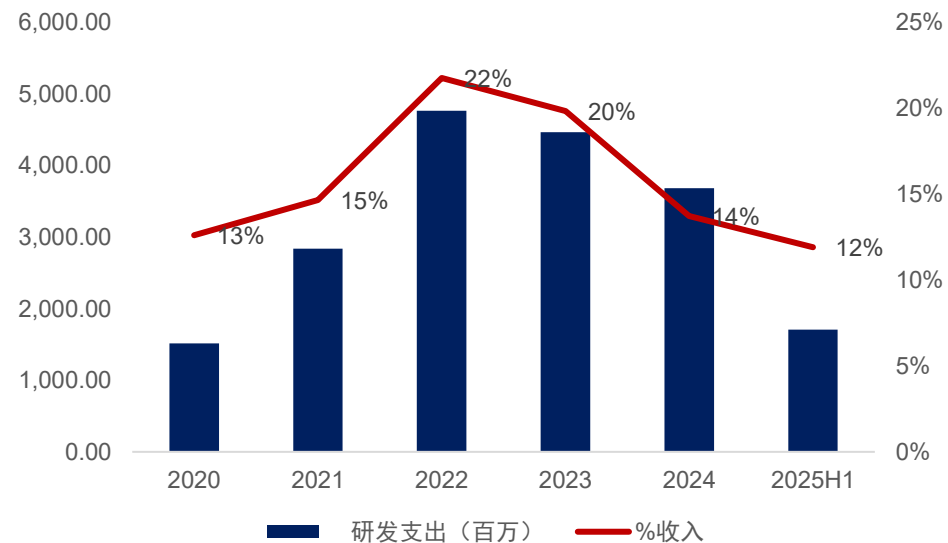
- ▶ 人员与研发效率提升：研发费用规模稳中有降，而人均创收能力持续提升，反映了公司治理结构的进一步优化；
- ▶ 人均创收持续提升：员工人数从23年以来显著降低、人员绩效（人均创收规模）自20年以来保持持续上行趋势；表明公司在变现效率端的持续进化与改进。

图：人员绩效持续提升



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图：研发费用及占比



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

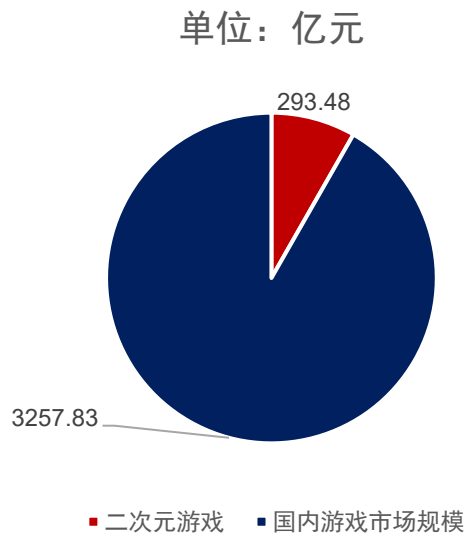
## 5.3 游戏：从二次元到全品类，中长期空间持续打开

哔哩哔哩游戏业务正在从二次元小众市场向大众IP品类全面转型，不仅体现在产品策略上，更体现在商业化成果与用户增长数据上。过去B站游戏一度主要集中于二次元题材手游，但近年来随着SLG新游《三国：谋定天下》的爆发，公司在流量和收益端实现了质的飞跃，这款并不刻意依赖社区原生二次元审美的产品上线后迅速成为流水核心驱动力，并带来了长期运营和生命周期延展的可能性

从财报看，这一转型效果明显。2025年前三季度B站游戏业务收入达约48.54亿元人民币，同比增长近27%，对整体营收增长贡献显著。这一变化说明，B站凭借其庞大的用户基数和社区生态优势，在游戏板块具备良好的成长天花板。相较其他头部游戏公司单一依赖成熟IP或发行渠道的模式，B站的优势在于能够通过社区内容与宣发联动，提高新游戏的启动传播效应，同时借助社区属性培养长期玩家忠诚度。这种从二次元向大众IP（如三国等传统文化类内容）及多元游戏类型的扩展，将为其游戏收入和用户结构的进一步优化提供更坚实的基础。

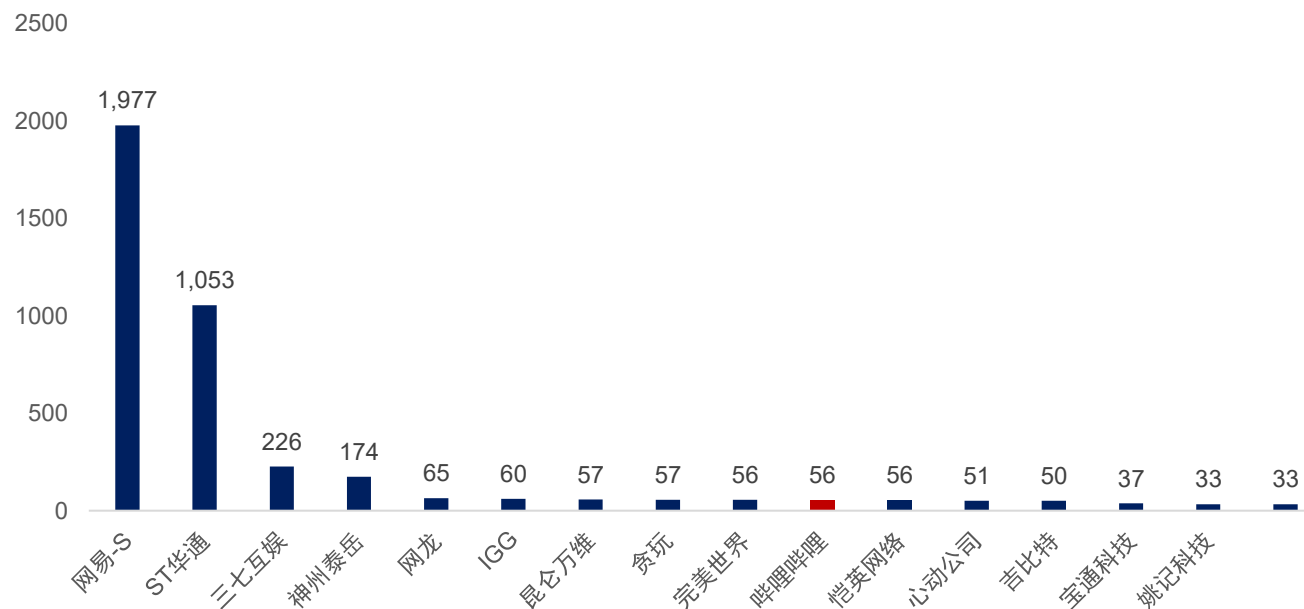
二次元向大众IP品类转型、从品类乃至行业地位、均具备显著的上行空间；当前二次元游戏只占国内9%左右市场份额，从二次元向全品类扩张、小众市场转向大众市场转型，潜在市场具备10x以上空间；横向比较来看，作为国内最大的游戏受众中场视频平台，当前游戏收入地位相比平台基础亦具备良好的成长空间。

图：二次元游戏2024年占国内市场份额9%



资料来源：游戏工委，国信证券经济研究所整理

图：2024年国内游戏公司收入排名

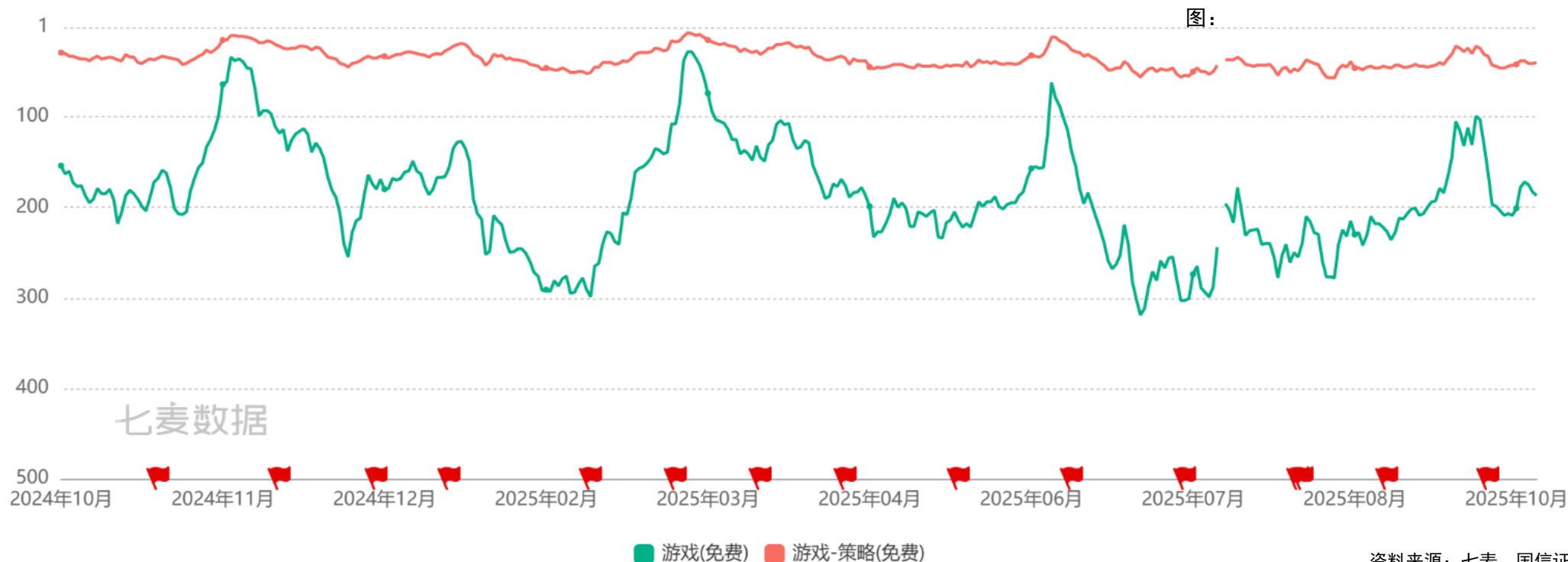


资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

## 5.3 游戏：从二次元到全品类，中长期空间持续打开

- ▶ 《三谋》验证二次元之外的运营能力以及平台用户价值；《三谋》本质上验证了B站在二次元体系之外的产品运营能力与平台用户的真实商业价值。
- ▶ 长期以来，市场对B站游戏业务的认知更多停留在“依赖二次元用户、题材偏窄、天花板有限”，而《三谋》作为偏传统SLG品类、面向大众用户的产品，其持续流水与活跃表现，打破了这一固有印象。
- ▶ 一方面，《三谋》的运营并未过度依赖二次元审美或IP情绪，而是更多依靠内容生态、社区传播和精细化运营实现用户转化，体现了B站在用户触达、留存和付费转化上的系统能力；另一方面，该产品成功激活了平台内大量非核心二次元用户，说明B站用户群体并非“低变现率流量”，而是具备向主流品类迁移和升级的潜力。更重要的是，《三谋》验证了B站“社区+内容+发行”的协同模式具备跨品类复制能力，为后续向SLG、RPG及大众化IP拓展奠定基础，也显著抬升了游戏业务的长期成长空间与估值想象力

图：《三谋》排名表现



资料来源：七麦，国信证券经济研究所整理

## 5.3 游戏：从二次元到全品类，中长期空间持续打开

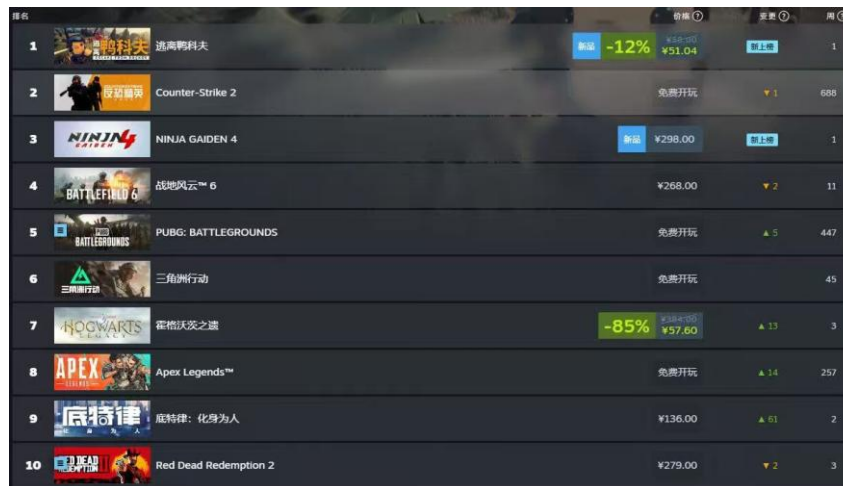
► 《逃离鸭科夫》（Escape from Duckov）的市场表现，是对B站游戏业务在二次元之外实现突破的又一强有力佐证。这款由B站旗下Team Soda团队开发并由哔哩哔哩发行的俯视角PVE“搜打撤”单机射击游戏，自2025年10月16日全球上线以来，短短数日内就取得了爆发性的成绩：发布三天销量突破50万份，并迅速攀升至Steam热销榜首位；仅一周内全球销量就突破了100万份，且Steam上累计评价好评率高达约96%、口碑稳定优异；上市不足一个月即累计销量超过300万份，在线峰值玩家超过30万，成为2025年国产单机领域的现象级作品之一

► 这一成绩尤其值得重视的，是它在题材和受众上与传统二次元大相径庭——它以更大众化、硬核的射击与生存机制吸引了广泛玩家群体，而非依赖ACG文化符号或二次元社区圈层。这不仅证明了B站在非二次元类别的产品发行与运营能力正在成型，也表明其平台用户群体具备跨文化与内容边界的消费潜力，能够为更多类型的高质量游戏产品提供成长空间。这样的成功进一步强化了B站从“二次元起家”向更大众化游戏品类拓展的可能性与商业价值。

图：《逃离鸭科夫》

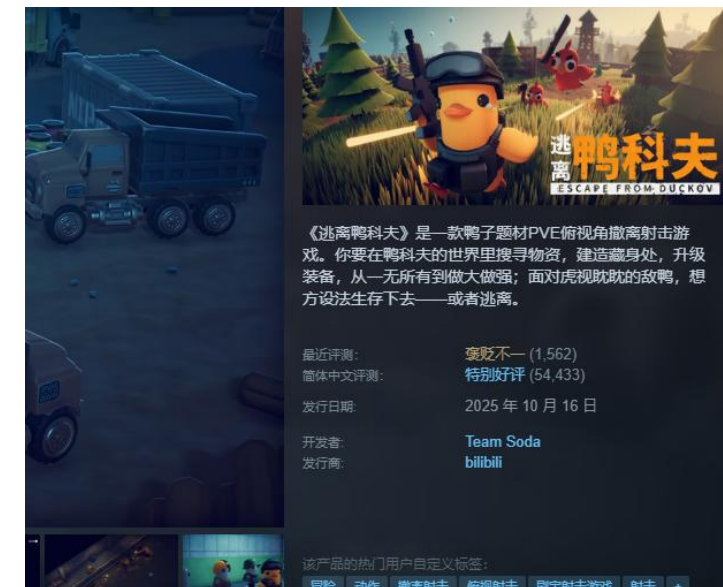


图：《逃离鸭科夫》上线登顶steam销量榜



| 排名 | 游戏名称                  | 价格      | 折扣   | 原价      | 当前价    | 销量  |
|----|-----------------------|---------|------|---------|--------|-----|
| 1  | 逃离鸭科夫                 | ¥31.04  | -12% | ¥34.99  | ¥31.04 | 1   |
| 2  | 反恐精英 2                | 免费游玩    |      |         |        | 668 |
| 3  | NINJA GAIDEN 4        | ¥298.00 | 新品   |         |        | 1   |
| 4  | 战地风云™ 6               | ¥268.00 |      |         |        | 11  |
| 5  | PUBG: BATTLEGROUNDS   | 免费游玩    |      |         |        | 447 |
| 6  | 三角洲行动                 | 免费游玩    |      |         |        | 45  |
| 7  | 霍格沃茨之遗                | ¥57.60  | -85% | ¥349.99 | ¥57.60 | 3   |
| 8  | Apex Legends™         | 免费游玩    |      |         |        | 257 |
| 9  | 底特律：化身为人              | ¥136.00 |      |         |        | 2   |
| 10 | Red Dead Redemption 2 | ¥279.00 |      |         |        | 3   |

图：《逃离鸭科夫》口碑表现良好



资料来源：steam，国信证券经济研究所整理

资料来源：steam，国信证券经济研究所整理

资料来源：steam，国信证券经济研究所整理

## 5.3 游戏：从二次元到全品类，中长期空间持续打开

►从《三谋》到《逃离鸭科夫》再到《三国百将牌》，游戏品类内容不断丰富、全品类矩阵正在建立

►三国：《百将牌》是哔哩哔哩游戏阵营中最新推出的非对称策略休闲卡牌手游，以大众熟知的三国题材结合全民卡牌玩法为基础，打造了一种“三分钟一局、易上手但富策略”的新型对战体验。游戏将传统牌类规则与三国名将技能巧妙融合，玩家可以通过收集武将、组合技能和战术策略，在短时对局中实现逆转并享受紧凑竞技乐趣，其5人“明暗身份”与3人快速对决等玩法大大增强了互动性和随机性。该作品已于2025年10月底开启测试，DAU有望达到百万级规模，成为公司游戏产品线中的重要增长点。

►从战略布局角度看，《三国：百将牌》与此前大热的SLG产品《三国：谋定天下》形成了典型的轻量休闲+深度策略组合，代表着B站在游戏品类上的不断拓展与内容丰富。它不仅覆盖了不同玩家偏好，也体现了哔哩哔哩正在构建全品类游戏矩阵的意图——从传统二次元RPG、SLG向休闲卡牌、竞技类、甚至单机与多人在线等多元类型延展，有效拓宽用户覆盖面与生命周期价值空间。这一品类矩阵的完善将有助于提升整体营收稳定性、增强用户粘性，并进一步验证平台在大众游戏市场的竞争力

图：《三国百将牌》10月23日开启“牌一把”计费测试



资料来源：官网，国信证券经济研究所整理

图：可比游戏表现

| 游戏      | 类型    | 年流水（2024） | 差异化点             |
|---------|-------|-----------|------------------|
| 《三国杀》   | 传统卡牌  | 20亿+      | 老牌IP，用户稳定但老龄化    |
| 《英雄杀》   | 休闲竞技  | 10亿+      | 腾讯流量加持，但玩法单一     |
| 《三国百将牌》 | 轻竞技卡牌 | -         | 快节奏+非对称对战，吸引年轻用户 |

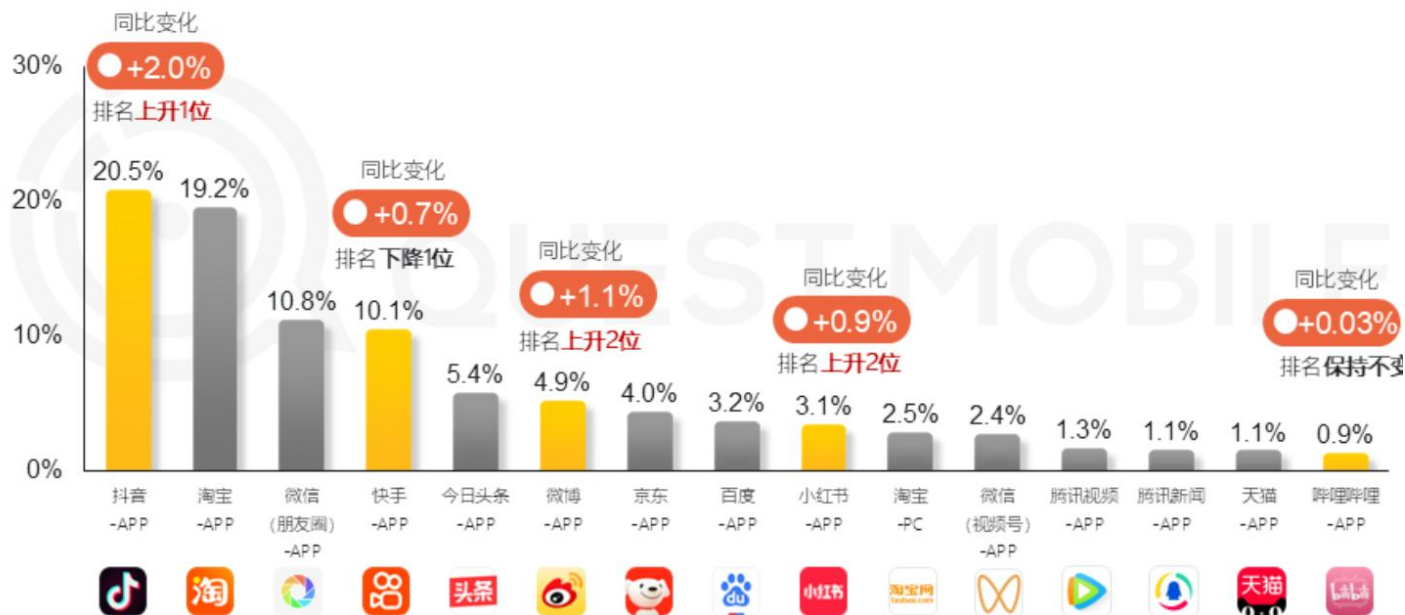
资料来源：GameLook，国信证券经济研究所整理

## 5.4 广告：用户结构优化+AI化加速平台价值展现

▶ 尽管哔哩哔哩近年来广告业务保持了较高的同比增速，但在绝对体量上仍明显偏低。2025年Q3广告营收20.94亿元，同比增长21%，占总营收约30%左右。然而绝对值与国内主要投放媒体相比仍显矮小。

▶ 单看单季度，微博2025年第三季度广告收入也在 3.7 亿美元级别（约26 亿元人民币），远高于B站同期规模。更广义地看，无论是短视频巨头抖音/快手，还是搜索广告的传统巨头，广告收入体量都远远高于哔哩哔哩当前的规模，这说明B站在广告市场中仍属于后段阵营广告业务近年虽然保持较高增速，但绝对值仍处于较低水平

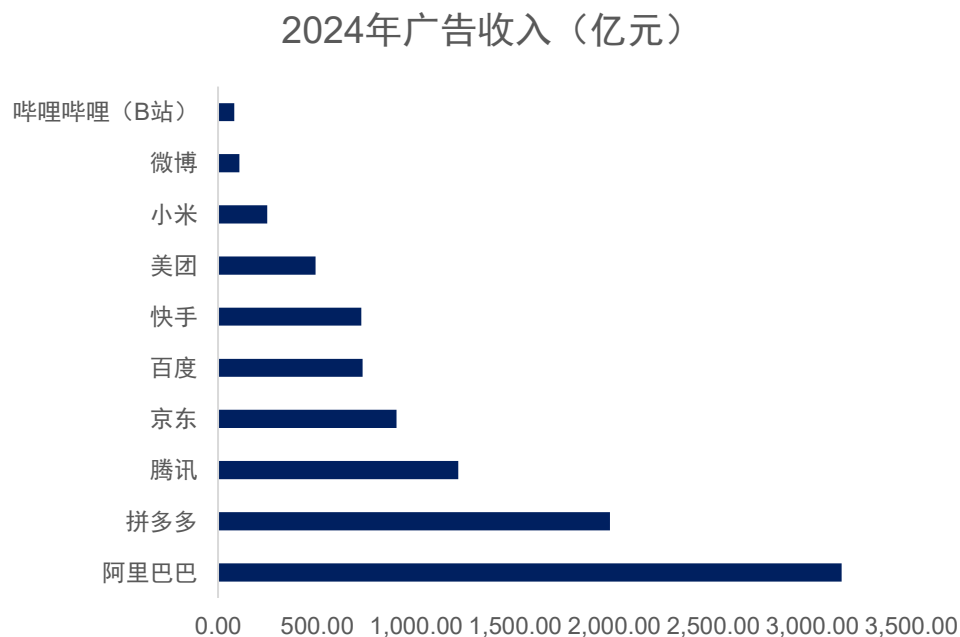
图：2024主要媒体硬广投放份额



注：硬广监测数据范围主要为媒介展示类广告，未覆盖范围包含1) 不含搜索引擎广告、生活服务平台内广告、应用商店内广告等搜索逻辑相关广告；2) 不含游戏内广告、工具内皮肤广告等；3) 不包含剧综冠名、植入广告；4) 不包含基于粉丝逻辑的广告。

资料来源：Questmobile, 国信证券经济研究所整理

图：2024 主要平台广告收入排名



资料来源：Questmobile, 国信证券经济研究所整理

## 5.4 广告：用户结构优化+AI化加速平台价值展现

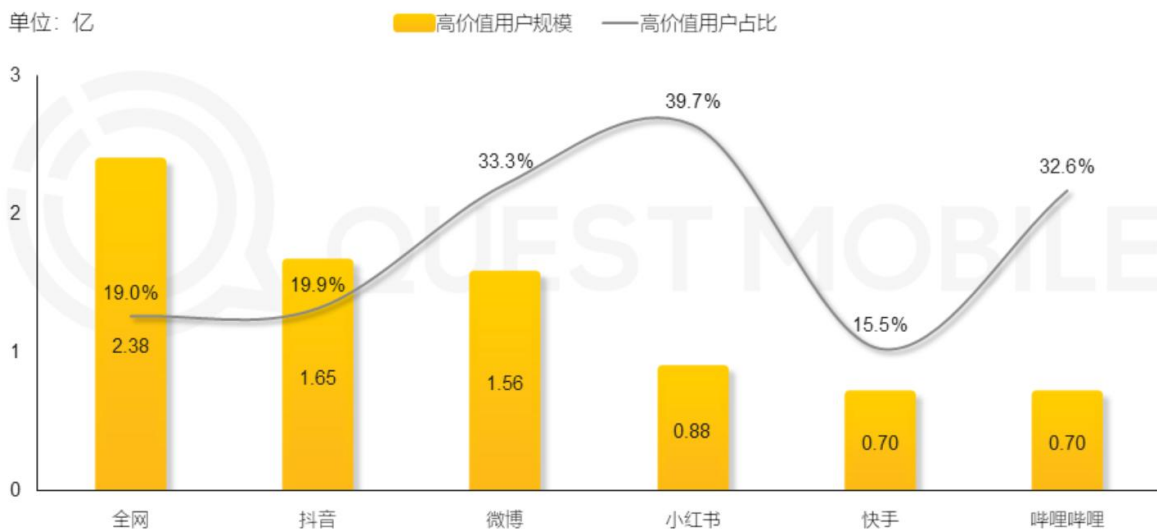
➢ 用户规模（MAU、DAU）与小红书类似，日均时常高于小红书表现（100分钟 vs 约70分钟）；

➢ 广告收入：哔哩哔哩则远低于小红书体量。24年哔哩哔哩广告收入规模为82亿元；根据前文Questmobile数据，从市场份额来看，哔哩哔哩显著低于小红书体量（2024年主要媒体硬广份额中，小红书为3.1%、哔哩哔哩为0.9%）；

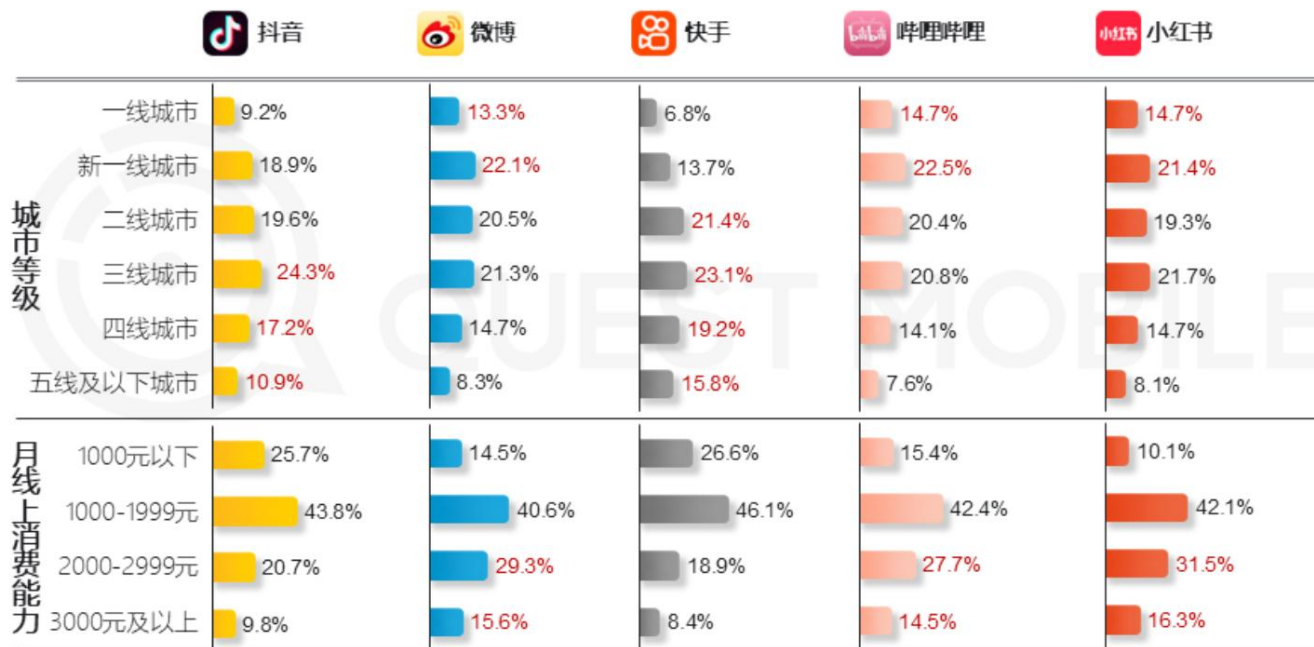
➢ 相比抖音、快手，从用户年龄结构来看哔哩哔哩广告亦处于商业化的初期阶段；

图：哔哩哔哩、小红书人群发达城市高消费能力特征更显著

图：哔哩哔哩高价值用户占比超越抖音与快手



注：1、高价值用户，指月线上消费能力大于2000元且终端价格大于2000元的用户；2、上图按高价值用户规模排序。



资料来源：Questmobile，国信证券经济研究所整理

资料来源：Questmobile，国信证券经济研究所整理

## 5.4 广告：用户结构优化+AI化加速平台价值展现

➤用户结构改善（平均年龄提升、消费能力改善）提升单用户价值；横向比较来看，当前哔哩哔哩用户单位时常广告收入贡献仅为快手的一半，考虑到哔哩哔哩年龄、地域分布，中长期来看具备更优的广告投放价值；

➤参考META表现， AI技术加持、广告加载率&eCPM双向提升，有望加速广告价值释放

表：对比快手，ecpm及广告加载率均具备显著上行空间

| 快手用户及广告表现         | 2020年 | 2021年 | 2022年 | 2023年 | 2024年 |
|-------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 平均日活跃用户（百万）       | 264.6 | 308.2 | 355.7 | 379.9 | 399.4 |
| 平均月活跃用户（百万）       | 481.1 | 544.2 | 612.7 | 678.2 | 709.7 |
| 每位日活跃用户日均使用时长（分钟） | 87.3  | 111.5 | 129.2 | 124.5 | 125.6 |
| 线上营销服务收入（人民币亿元）   | 218.5 | 426.7 | 490.4 | 603   | 724.2 |
| 千人单位时长广告收入贡献      | 2.59  | 3.40  | 2.92  | 3.49  | 3.96  |
| 哔哩哔哩用户及广告表现       | 2020  | 2021  | 2022  | 2023  | 2024  |
| 平均MAU（百万）         | 185.8 | 249.8 | 314.5 | 329   | 341   |
| 平均DAU（百万）         | 54    | 72    | 86    | 98    | 104   |
| 用户日均使用时长（分钟）      | 75    | 82    | 94    | 97    | 102   |
| 广告收入（人民币亿元）       | 18.43 | 45.23 | 50.66 | 64.12 | 81.89 |
| 千人单位时长广告收入贡献      | 1.25  | 2.10  | 1.72  | 1.85  | 2.11  |

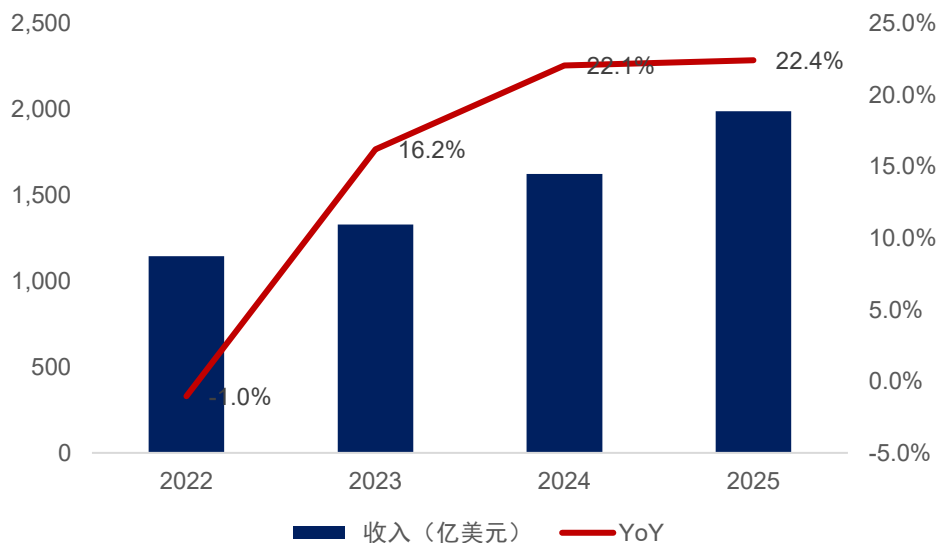
资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

## 5.4 广告：用户结构优化+AI化加速平台价值展现

### Meta 的 AI 广告“复兴”与启示

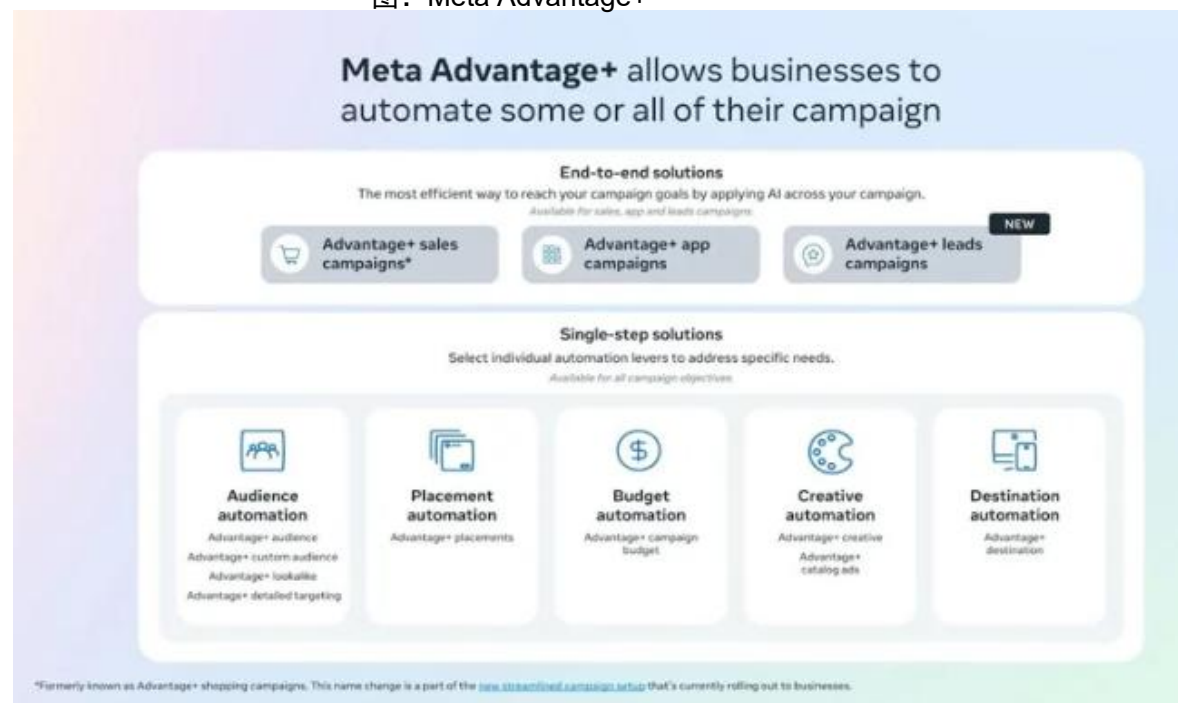
- Meta 2024 年广告收入突破 1600 亿美元（同比增长 22%）；2025 年达到 1962 亿美元，持续保持 20% 以上的高速增长；2025 年 Q3 广告曝光量增长 14%，而单次广告平均价格（eCPM）同比上升 10%。这意味着 AI 提升了单次点击的含金量，而非单纯依靠增加广告位；
- AI 技术引擎：Advantage+ 自动化组件。截至 2025 年，Meta Advantage+ 自动化套件每年处理的广告支出已超过 600 亿美元；相比传统手动投放，使用 Advantage+ 的广告主转化回报率（ROAS）平均提升了 22%，获客成本（CPA）降低了 14%
- AIGC 内容供给：目前有近 200 万 广告主正在使用 Meta 的 AI 视频生成和图像扩充工具。这种低门槛的创作方式极大地丰富了视频广告库，推动视频类广告年化流水达到 100 亿美元

图：meta广告收入及增速



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

图：Meta Advantage+



资料来源：Meta，国信证券经济研究所整理

## 5.4 广告：用户结构优化+AI化加速平台价值展现

### ➤复刻 Meta 路径：AI 正在补齐 B 站商业化的最后一块“效率短板”，远期弹性空间显著

➤B 站的“Meta 潜力”：从低变现洼地到效率高地。现状错配：目前 B 站日均使用时长（112分钟）显著高于小红书，但单用户广告贡献（ARPU）显著弱于小红书。

补齐路径：参考 Meta 的 Advantage+ 逻辑，B 站通过 AI 推荐算法从“关键词匹配”转向“意图识别”，能将深度视频流量精准匹配至高客单价行业（如汽车、AI 工具）

➤AI + “深决策”模型：释放中长视频的独有价值。1) 高转化背书：不同于 Meta 的碎片化分发，B 站的 AI 核心在于 GEO（生成式引擎优化）。AI 将长视频内容转化为结构化答案，直接占据搜索入口，实现“深度种草”到“高效转化”的闭环；2) 内容降本增效：借鉴 Meta 的视频生成工具，B 站的 AIGC 工具（如 AI 漫剧）能显著制作成本。这不仅解决了 UP 主的创作瓶颈，更为平台提供了海量的、原生感极强的广告物料。

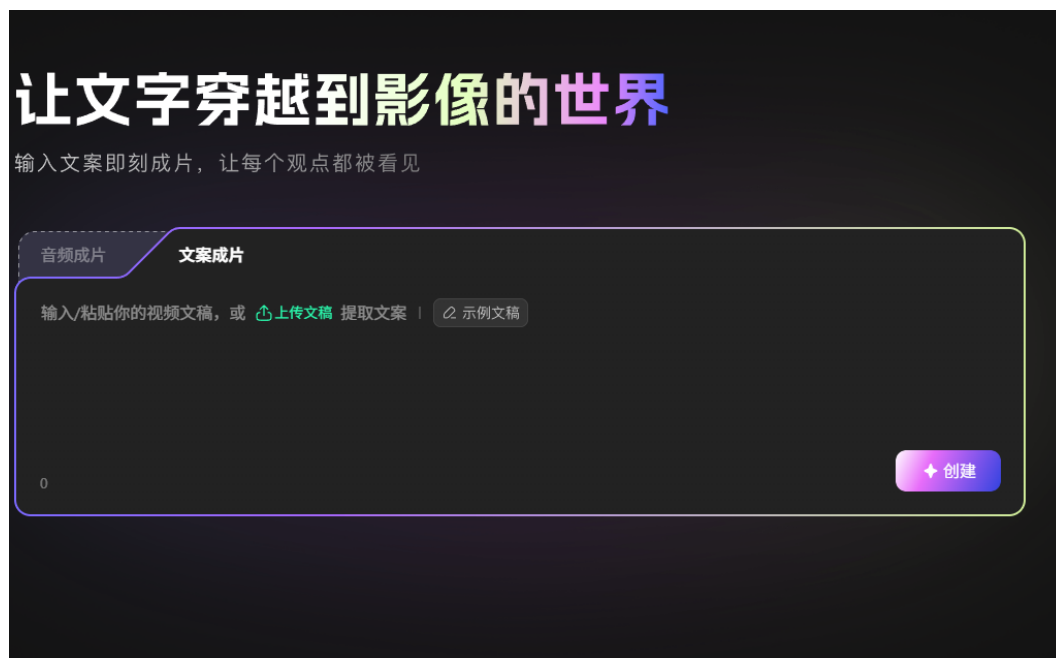
➤弹性测算：用户及AI多重驱动下，用户人均变现效率若能达到快手水平，广告收入有望获得翻倍增长空间（当前哔哩哔哩单用户单位时长变现约为快手一半）。

图：哔哩哔哩星辰AI



资料来源：哔哩哔哩，国信证券经济研究所整理

图：哔哩哔哩花生AI平台



资料来源：哔哩哔哩，国信证券经济研究所整理

## 5.5 盈利预测

- 用户端预计未来MAU继续保持稳中有升，预计25/26/27年分别为3.58/3.76/3.95亿；
- 营收端：考虑到产品周期，我们预计移动游戏业务25/26/27年增速分别为15%/-5%/10%；  
b) 广告业务CPM预计同期增速分别为15%/14%/14%；增值业务ARPU同期增速分别为1%/1%/1%；d) IP衍生品同期增速保持在6%左右；
- 成本端：预计内容/带宽/收入分成相关成本占同期营收比例稳中略降；
- 费用：考虑到商业化程度提升及降本增效推进，预计管理费用率、销售费用率、研发费用率保持稳重略降趋势；

表：盈利预测

| 营收、成本及费用拆分 |        |        |        |        |        |        |
|------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| (单位)百万元    | 2022   | 2023   | 2024   | 2025E  | 2026E  | 2027E  |
| 总收入        | 21,899 | 22,528 | 26,832 | 30,161 | 32,622 | 36,454 |
| YoY        | 13%    | 3%     | 19%    | 12%    | 8%     | 12%    |
| 移动游戏       | 5021   | 4021   | 5610   | 6452   | 6129   | 6742   |
| YoY        | -1%    | -20%   | 40%    | 15%    | -5%    | 10%    |
| 增值业务       | 8,715  | 9,910  | 10,999 | 11,665 | 12,370 | 13,119 |
| YoY        | 26%    | 14%    | 11%    | 6%     | 6%     | 6%     |
| arpu       | 313    | 354    | 358    | 362    | 366    | 369    |
| YoY        | 1%     | 13%    | 1%     | 1%     | 1%     | 1%     |
| 广告         | 5,066  | 6,412  | 8,189  | 9,888  | 11,836 | 14,168 |
| YoY        | 12%    | 27%    | 28%    | 21%    | 20%    | 20%    |
| IP衍生品及其他   | 3,096  | 2,185  | 2,033  | 2,156  | 2,286  | 2,425  |
| YoY        | 9%     | -29%   | -7%    | 6%     | 6%     | 6%     |
| 成本         |        |        |        |        |        |        |
| 收入分成       | 9,115  | 9,507  | 10,804 | 12,064 | 13,049 | 14,399 |
| %r收入       | 42%    | 42%    | 40%    | 40%    | 40%    | 40%    |
| 内容成本       | 3,497  | 3,196  | 2,730  | 3,318  | 3,262  | 3,099  |
| %r收入       | 16%    | 14%    | 10%    | 11%    | 10%    | 9%     |
| 带宽成本       | 1,753  | 1,477  | 1,644  | 1,960  | 1,631  | 1,823  |
| %r收入       | 8%     | 7%     | 6%     | 7%     | 5%     | 5%     |
| IP衍生品及其他   | 3,685  | 2,906  | 2,880  | 2,714  | 2,936  | 3,281  |
| %r收入       | 17%    | 13%    | 11%    | 9%     | 9%     | 9%     |
| 总成本        | 18,050 | 17,086 | 18,058 | 20,057 | 20,878 | 22,601 |
| %r收入       | 82%    | 76%    | 67%    | 67%    | 64%    | 62%    |
| 费用         |        |        |        |        |        |        |
| 销售费用       | 4921   | 3916   | 4402   | 4403   | 5220   | 5833   |
| 销售费用率      | 22%    | 17%    | 16%    | 15%    | 16%    | 16%    |
| 管理费用       | 2521   | 2122   | 2031   | 1960   | 2447   | 2734   |
| 管理费用率      | 12%    | 9%     | 8%     | 7%     | 8%     | 8%     |
| R&D        | 4765   | 4467   | 3685   | 4042   | 4567   | 4921   |
| 研发费用率      | 22%    | 20%    | 14%    | 13%    | 14%    | 14%    |

资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

## 5.6 投资建议：短期已具备安全边际与上行空间，长期成长性持续打开



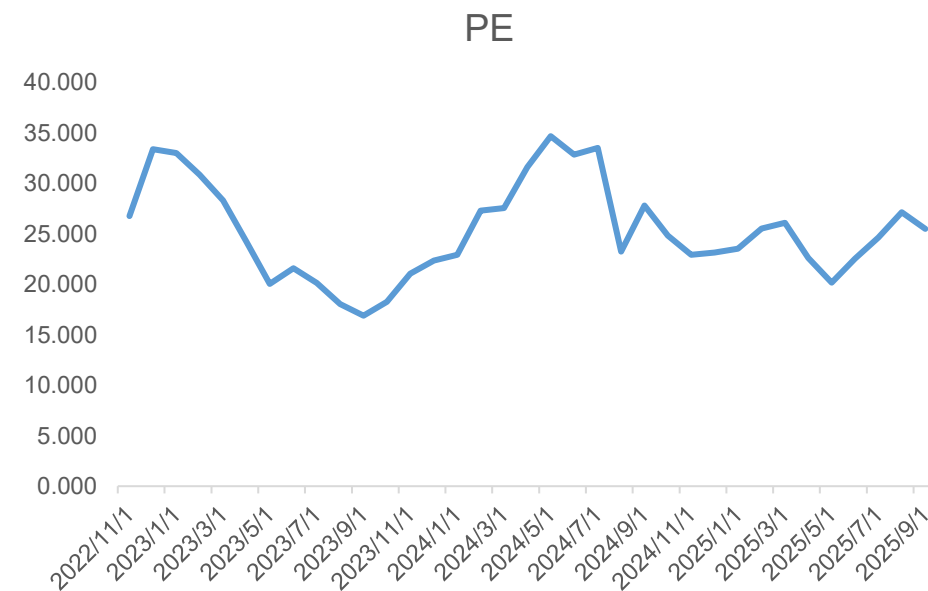
- 我们维持盈利预测，预计公司2025/26/27年营业收入分别为302/326/365亿元，同比增速12.4%/8.2%/11.7%；净利润分别为12.23/20.41/32.51亿元，经调后净利润分别为25.48/33.66/45.76亿元（人民币），对应同期36/27/23x PE；
- 短期来看，从PE估值角度，结合公司更为稳固的平台护城河且处于利润加速释放阶段，我们参考腾讯音乐作为可选标的：1）从市场格局来看，两者分别在音乐和PUGV领域具备龙头地位、竞争格局较为近似；2）商业化阶段来看，哔哩哔哩当前更接近早期的腾讯音乐；3）参考腾讯音乐历史估值波动情况，我们认为公司合理估值波动区间在25-35x PE区间（26年），对应港币市值934-1307亿元；乐观情形基于26年35xPE估值计算，当前股价隐含29%收益空间，当前哔哩哔哩已经具备较好的向上空间；
- 长期来看，公司正处于新一轮成长的重要拐点期，无论广告亦或游戏均具备显著的向上成长空间与弹性；我们持续看好中长期公司的成长性，继续维持“优于大市”评级。

表：可比公司估值

| 代码        | 公司      | 市值   | PS   |      | PE      |       |       | PEG    |        |
|-----------|---------|------|------|------|---------|-------|-------|--------|--------|
|           |         |      | 2024 | 2025 | 2024    | 2025  | 2026  | 2025   | 2026   |
| 1024.HK   | 快手-W    | 3016 | 2.38 | 2.12 | 19.67   | 16.76 | 14.46 | 0.97   | 0.91   |
| 1698.HK   | 腾讯音乐-SW | 1972 | 6.94 | 6.04 | 29.68   | 18.04 | 19.77 | 0.28   | (2.26) |
| 9899.HK   | 网易云音乐   | 375  | 4.72 | 4.73 | 24.03   | 13.96 | 16.58 | 0.19   | (1.05) |
| 300413.SZ | 芒果超媒    | 508  | 3.63 | 3.81 | 37.27   | 36.49 | 28.84 | 17.01  | 1.09   |
| 9626.HK   | 哔哩哔哩-W  | 1012 | 3.77 | 3.35 | (75.12) | 36.10 | 27.32 | (0.12) | 0.85   |

资料来源：Wind，市值均为上市交易所货币单位、盈利预测除哔哩哔哩外均为wind一致预期，国信证券经济研究所整理

表：腾讯音乐估值波动



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

# 附表：财务预测与估值

| 资产负债表 (百万元)      |              |              |              |              |              | 利润表 (百万元)          |               |               |             |             |             |
|------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------------|---------------|---------------|-------------|-------------|-------------|
|                  | 2023         | 2024         | 2025E        | 2026E        | 2027E        |                    | 2023          | 2024          | 2025E       | 2026E       | 2027E       |
| 现金及现金等价物         | 7192         | 10249        | 8713         | 8880         | 10390        | 营业收入               | 22528         | 26832         | 30161       | 32622       | 36454       |
| 应收款项             | 3368         | 3162         | 2727         | 2949         | 3296         | 营业成本               | 17086         | 18058         | 20057       | 20878       | 22601       |
| 存货净额             | 186          | 0            | 251          | 247          | 265          | 营业税金及附加            | 0             | 0             | 0           | 0           | 0           |
| 其他流动资产           | 113          | 50           | 4524         | 4893         | 5468         | 销售费用               | 5795          | 4921          | 4403        | 5220        | 5833        |
| <b>流动资产合计</b>    | <b>18727</b> | <b>19756</b> | <b>22510</b> | <b>24524</b> | <b>28484</b> | 管理费用               | 4677          | 7286          | 6961        | 8233        | 9070        |
| 固定资产             | 715          | 589          | 2909         | 3352         | 3393         | 财务费用               | (83)          | (70)          | 150         | 169         | 158         |
| 无形资产及其他          | 6353         | 5926         | 4877         | 5658         | 6243         | 投资收益               | 0             | 0             | 0           | 0           | 0           |
| 投资性房地产           | 2998         | 2515         | 2515         | 2515         | 2515         | 资产减值及公允价值变动        | 0             | 0             | 0           | 0           | 0           |
| 长期股权投资           | 4367         | 3912         | 3912         | 3962         | 4012         | 其他收入               | 214           | 1963          | 2701        | 4054        | 4674        |
| <b>资产总计</b>      | <b>33159</b> | <b>32699</b> | <b>36723</b> | <b>40011</b> | <b>44647</b> | 营业利润               | (4733)        | (1400)        | 1290        | 2176        | 3466        |
| 短期借款及交易性金融负债     | 7456         | 1572         | 5216         | 4748         | 3845         | 营业外净收支             | 0             | 0             | 0           | 0           | 0           |
| 应付款项             | 4679         | 5230         | 3512         | 3213         | 3179         | <b>利润总额</b>        | <b>(4733)</b> | <b>(1400)</b> | <b>1290</b> | <b>2176</b> | <b>3466</b> |
| 其他流动负债           | 5969         | 7961         | 8259         | 8707         | 9441         | 所得税费用              | 79            | (37)          | 52          | 109         | 173         |
| <b>流动负债合计</b>    | <b>18104</b> | <b>14763</b> | <b>16988</b> | <b>16668</b> | <b>16466</b> | 少数股东损益             | 11            | (17)          | 16          | 26          | 42          |
| 长期借款及应付债券        | 1            | 3264         | 3264         | 3264         | 3264         | <b>归属于母公司净利润</b>   | <b>(4822)</b> | <b>(1347)</b> | <b>1223</b> | <b>2041</b> | <b>3251</b> |
| 其他长期负债           | 650          | 568          | 757          | 738          | 768          | <b>现金流量表 (百万元)</b> |               |               |             |             |             |
| <b>长期负债合计</b>    | <b>651</b>   | <b>3832</b>  | <b>4021</b>  | <b>4002</b>  | <b>4032</b>  | 2023               | 2024          | 2025E         | 2026E       | 2027E       |             |
| <b>负债合计</b>      | <b>18755</b> | <b>18595</b> | <b>21009</b> | <b>20670</b> | <b>20498</b> | 净利润                | (4822)        | (1347)        | 1223        | 2041        | 3251        |
| 少数股东权益           | 12           | (4)          | 382          | 408          | 1966         | 资产减值准备             | 0             | 0             | 0           | 0           | 0           |
| 股东权益             | 14392        | 14108        | 15332        | 18933        | 22184        | 折旧摊销               | 1722          | 2582          | 2701        | 4054        | 4674        |
| <b>负债和股东权益总计</b> | <b>33159</b> | <b>32699</b> | <b>36723</b> | <b>40011</b> | <b>44647</b> | 公允价值变动损失           | 0             | 0             | 0           | 0           | 0           |
| <b>关键财务与估值指标</b> |              |              |              |              |              | 2023               | 2024          | 2025E         | 2026E       | 2027E       |             |
| 每股收益             | -11.46       | -3.20        | 2.91         | 4.85         | 7.73         | 其它                 | 11            | (17)          | 16          | 26          | 42          |
| 每股红利             | 0.00         | 0.00         | 0.00         | 0.00         | 0.00         | 营运资本变动             | 1657          | 3399          | (5520)      | (459)       | (209)       |
| 每股净资产            | 34.20        | 33.52        | 36.43        | 44.99        | 52.71        | 其它                 | 11            | (17)          | 16          | 26          | 42          |
| ROIC             | -24%         | -21%         | -3%          | -7%          | 4%           | 其它                 | 11            | (17)          | 16          | 26          | 42          |
| ROE              | -34%         | -10%         | 8%           | 11%          | 15%          | 其它                 | 11            | (17)          | 16          | 26          | 42          |
| 毛利率              | 24%          | 33%          | 34%          | 36%          | 38%          | 其它                 | 11            | (17)          | 16          | 26          | 42          |
| EBIT Margin      | -22%         | -13%         | -4%          | -5%          | -3%          | 其它                 | 11            | (17)          | 16          | 26          | 42          |
| EBITDA Margin    | -15%         | -3%          | 5%           | 7%           | 10%          | 其它                 | 11            | (17)          | 16          | 26          | 42          |
| 收入增长             | 3%           | 19%          | 12%          | 8%           | 12%          | 其它                 | 11            | (17)          | 16          | 26          | 42          |
| 净利润增长率           | --           | --           | -191%        | 67%          | 59%          | 其它                 | 11            | (17)          | 16          | 26          | 42          |
| 资产负债率            | 57%          | 57%          | 58%          | 53%          | 50%          | 其它                 | 11            | (17)          | 16          | 26          | 42          |
| 息率               | 0.0%         | 0.0%         | 0.0%         | 0.0%         | 0.0%         | 其它                 | 11            | (17)          | 16          | 26          | 42          |
| P/E              | -19.6        | -70.0        | 77.1         | 46.2         | 29.0         | 其它                 | 11            | (17)          | 16          | 26          | 42          |
| P/B              | 6.6          | 6.7          | 6.1          | 5.0          | 4.3          | 其它                 | 11            | (17)          | 16          | 26          | 42          |
| EV/EBITDA        | -36          | -141         | 85           | 52           | 34           | 其它                 | 11            | (17)          | 16          | 26          | 42          |

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

# 风险提示

---

商誉减值风险；

业绩不达预期；

经营管理风险；

监管政策风险；

新技术落地低于预期等。

## 国信证券投资评级

| 投资评级标准  | 类别     | 级别                   | 说明                    |
|---|--------|----------------------|-----------------------|
| 报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.GSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。 | 股票投资评级 | 优于大市                 | 股价表现优于市场代表性指数10%以上    |
|   |        | 中性                   | 股价表现介于市场代表性指数±10%之间   |
|   |        | 弱于大市                 | 股价表现弱于市场代表性指数10%以上    |
|   | 行业投资评级 | 无评级                  | 股价与市场代表性指数相比无明确观点     |
|   |        | 优于大市                 | 行业指数表现优于市场代表性指数10%以上  |
|   |        | 中性                   | 行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间 |
|   | 弱于大市   | 行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上 |                       |

### 分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

### 重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

### 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。



国信证券

GUOSEN SECURITIES

## 国信证券经济研究所

---

### 深圳

深圳市福田区福华一路125号国信金融大厦36层

邮编：518046 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路1199弄证大五道口广场1号楼12楼

邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街6号国信证券9层

邮编：100032