

哔哩哔哩 (BILI US)

2025 投资者日：聚焦广告商业化效率提升及核心游戏 IP 长线运营

① 哔哩哔哩 7 月 11 日举办 2025 年投资者论坛，管理层分享最新业务进展及未来战略，重申社区定位及优质中长视频内容导向，商业化方面，坚持以 C 端为主+B 端为辅的变现模式，在持续拓展广告天花板的同时，进一步探索多样化 C 端变现模式。

赵丽, CFA

zhao.li@bocomgroup.com
(86) 10 8393 5332

② 广告坚持一横一纵战略，深度挖掘中长视频优质内容的广告价值，提升市场份额。产品侧进一步强化基建能力，基于 AI 大模型重构推荐/素材生成/智能投放，提升商业化效率，同时继续发力多屏多场景渗透，闭环小程序、直播场景广告收入均已破亿元（人民币，下同），搜索侧仍有进一步探索机会。行业解决方案持续升级：1) 内容消费/消费品领域广告收入快速增长，上半年同比增 90%/30%。2) 游戏行业，基于游戏社区定位，帮助头部游戏公司强化新老用户运营，提升营销预算份额。管理层介绍相比于其他流量型平台，公司更侧重基于内容播放时长和内容价值的深度营销，预计品牌广告持续贡献基本盘，效果广告则提升广告收入天花板，看好 eCPM 持续提升及大快消品类广告收入进一步增长。

谷馨瑜, CPA

connie.gu@bocomgroup.com
(86) 10 8393 5330

孙梦琪

mengqi.sun@bocomgroup.com
(86) 10 8393 5333

蔡涵

hanna.cai@bocomgroup.com
(86) 10 8393 5334

③ 游戏：聚焦核心 IP 长线运营，新游布局继续发力垂类头部和品类年轻化。1) 《三谋》6 月周年庆 DAU 创年内新高，上线来 8 个赛季都进入 iOS 畅销榜前 3 名。目前游戏产能及皮肤/特效储备充足，基于产品调优及主站数据打通，有望维持稳定的新用户留存，并稳步提升回流用户留存及月卡购买率。多端化方面，《三谋》PC 端贡献稳定收入增量，并提升利润率，小游戏版本将于 9 月底完成生态测试，预计 2026 年上线 Steam/网页版。2) 《FGO》2024 年收入同比增 31%，创 2021 年以来新高，今年 3 季度 9 周年庆将推出国服原创卡池和原创活动。3) 《碧蓝航线》用户盘稳定，MAU 持续 38 个月超百万，付费用户稳定增加，预计 3 季度将上线 3D 岛屿系统探索商业化创新。4) 新游储备：a) 年内代理全球发行二次元休闲手游《嘟嘟脸恶作剧》（最高登韩国 iOS 游戏畅销榜第 15 名）。b) 自研搜打撤 PVE 游戏《逃离鸭科夫》将于年内登陆 Steam 和 Wegame，目前在 Steam 心愿单超 20 万。c) 继续深耕《三谋》IP，今年 12 月或明年 1 月推出繁中版，明年 2 季度上线日韩服，另外今年 4 季度将推出一款基于《三谋》武将的休闲卡牌游戏《三国：Ncard》，与《三谋》形成生态互补。

④ 投资启示：我们持续看好公司差异化内容社区定位，以及基于优质中长视频内容的深度营销和基于游戏社区的发行渠道优势，持续的场景拓展及产品/技术升级有望带动商业化效率提升，预计规模效应及收入结构改善将进一步促进毛利率优化及利润释放。我们维持 2025 年 23 亿元（人民币）经调整净利润预期，并维持目标价 26 美元/202 港元及买入评级。风险：游戏流水表现不及预期，中视频竞争加剧。

图表 1: 哔哩哔哩 (BILI US) 目标价和评级



资料来源: FactSet, 交银国际预测

2025 年 7 月 14 日

哔哩哔哩 (BILI US)

图表 2：交银国际互联网及教育行业覆盖公司

股票代码	公司名称	评级	收盘价 (交易货币)	目标价 (交易货币)	潜在涨幅	最新目标价/ 评级发表日期	子行业
BIDU US	百度	买入	86.93	99.00	13.9%	2025 年 05 月 22 日	广告
MOMO US	挚文集团	买入	8.94	8.30	-7.2%	2025 年 06 月 06 日	文娱内容
9899 HK	网易云音乐	买入	269.80	240.00	-11.0%	2025 年 06 月 03 日	文娱内容
TME US	腾讯音乐	买入	19.79	19.00	-4.0%	2025 年 06 月 03 日	文娱内容
IQ US	爱奇艺	买入	1.83	2.10	14.8%	2025 年 05 月 22 日	文娱内容
1024 HK	快手	买入	63.15	64.00	1.3%	2025 年 03 月 26 日	文娱内容
YY US	欢聚集团	买入	53.67	60.00	11.8%	2025 年 03 月 21 日	文娱内容
BILI US	哔哩哔哩	买入	21.46	26.00	21.2%	2025 年 02 月 21 日	文娱内容
772 HK	阅文集团	中性	30.10	28.00	-7.0%	2025 年 03 月 04 日	文娱内容
PDD US	拼多多	买入	104.91	135.00	28.7%	2025 年 05 月 28 日	电商
JD US	京东	买入	31.10	50.00	60.8%	2025 年 05 月 14 日	电商
BABA US	阿里巴巴	买入	106.72	165.00	54.6%	2025 年 02 月 21 日	电商
1797 HK	东方甄选	中性	14.20	15.60	9.9%	2025 年 01 月 22 日	电商
GOTU US	高途	买入	3.56	4.80	34.8%	2025 年 05 月 16 日	教育
9901 HK	新东方教育科技	买入	41.30	46.00	11.4%	2025 年 03 月 31 日	教育
DAO US	有道	买入	8.77	12.00	36.8%	2025 年 02 月 21 日	教育
TAL US	好未来教育	买入	10.50	13.30	26.7%	2025 年 01 月 24 日	教育
3888 HK	金山软件	买入	32.70	46.00	40.7%	2025 年 05 月 29 日	游戏
NTES US	网易	买入	128.28	143.00	11.5%	2025 年 05 月 16 日	游戏
700 HK	腾讯控股	买入	496.60	604.00	21.6%	2025 年 05 月 15 日	游戏
777 HK	网龙网络	中性	11.04	10.20	-7.6%	2025 年 04 月 02 日	游戏
3690 HK	美团	买入	120.00	165.00	37.5%	2025 年 05 月 27 日	本地生活
9690 HK	途虎	买入	20.10	21.00	4.5%	2025 年 03 月 21 日	本地生活
2618 HK	京东物流	买入	13.18	18.50	40.4%	2025 年 03 月 07 日	物流
9699 HK	顺丰同城	买入	16.52	13.50	-18.3%	2024 年 07 月 12 日	物流
9878 HK	汇通达网络	买入	14.60	21.00	43.8%	2025 年 03 月 28 日	商户服务
9923 HK	移卡	中性	14.06	9.60	-31.7%	2025 年 03 月 28 日	商户服务
9961 HK	携程集团	买入	488.20	591.00	21.1%	2025 年 05 月 21 日	在线旅行社
780 HK	同程旅行	买入	21.00	25.50	21.4%	2025 年 04 月 16 日	在线旅行社
6682 HK	第四范式	买入	50.80	64.00	26.0%	2025 年 03 月 10 日	软件

资料来源：FactSet，交银国际预测 *截至 2025 年 7 月 11 日

交銀國際

香港中环德辅道中 68 号万宜大厦 9 楼
总机: (852) 3766 1899 传真: (852) 2107 4662

评级定义

分析员个股评级定义：

买入：预期个股未来12个月的总回报**高于**相关行业。

中性：预期个股未来12个月的总回报与相关行业**一致**。

沽出：预期个股未来12个月的总回报**低于**相关行业

无评级：对于个股未来12个月的总回报与相关行业的比较，分析员**并无确信观点**。

分析员行业评级定义：

领先：分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**具吸引力**。

同步：分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现与大盘标杆指数**一致**。

落后：分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**不具吸引力**。

香港市场的标杆指数为**恒生综合指数**，A股市场的标杆指数为**MSCI 中国A股指数**，美国上市中概股的标杆指数为**标普美国中概股50（美元）指数**

2025年7月14日
哔哩哔哩 (BILI US)

分析员披露

本研究报告之作者，兹作以下声明：i) 发表于本报告之观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券或其发行者之观点；及ii) 他们之薪酬与发表于报告上之建议/观点并无直接或间接关系；iii) 对于提及的证券或其发行者，他们并无接收到可影响他们的建议的内幕消息/非公开股价敏感消息。

本报告之作者进一步确认：i) 他们及他们之相关有联系者【按香港证券及期货监察委员会之操守准则的相关定义】并没有于发表本报告之30个日历日前交易或买卖本报告内涉及其所评论的任何公司的证券；ii) 他们及他们之相关有联系者并没有担任本报告内涉及其评论的任何公司的高级人员（包括就房地产基金而言，担任该房地产基金的管理公司的高级人员；及就任何其他实体而言，在该实体中担任负责管理该等公司的高级人员或其同级人员）；iii) 他们及他们之相关有联系者并没拥有于本报告内涉及其评论的任何公司的证券之任何财务利益。根据证监会持牌人或注册人操守准则第16.2段，“有联系者”指：i) 分析员的配偶、亲生或领养的未成年子女，或未成年继子女；ii) 某信托的受托人，而分析员、其配偶、其亲生或领养的未成年子女或其未成年继子女是该信托的受益人或酌情对象；或iii) 惯于或有义务按照分析员的指示或指令行事的另一人。

有关商务关系及财务权益之披露

交银国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与交通银行股份有限公司、国联证券股份有限公司、交银国际控股有限公司、四川能投发展股份有限公司、光年控股有限公司、七牛智能科技有限公司、武汉有机控股有限公司、上海小南国控股有限公司、Sincere Watch (Hong Kong) Limited、趣致集团、宜搜科技控股有限公司、老铺黄金股份有限公司、中赣通信(集团)控股有限公司、地平线、多点数智有限公司、草姬集团控股有限公司、安徽海螺材料科技股份有限公司、北京赛目科技股份有限公司、滴普科技股份有限公司、Mirxes Holding Company Limited、山东快驴科技发展股份有限公司、佛山市海天调味食品股份有限公司、药捷安康(南京)科技股份有限公司、周六福珠宝股份有限公司、拨康视云制药有限公司及富卫集团有限公司有投资银行业务关系。

交银国际证券有限公司及/或其集团公司现持有东方证券股份有限公司、光大证券股份有限公司及七牛智能科技有限公司的已发行股本逾1%。

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告(包括任何有关的附件)，表示并保证其根据下述的条件下有权获得本报告，并且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告为高度机密，并且只以非公开形式供交银国际证券的客户阅览。本报告只在基于能被保密的情况下提供给阁下。未经交银国际证券事先以书面同意，本报告及其中所载的资料不得以任何形式(i)复制、复印或储存，或者(ii)直接或者间接分发或者转交予任何其它人作任何用途。

交银国际证券、其附属公司、关联公司、董事、关联方及/或雇员，可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖、或对其有兴趣。此外，交银国际证券、其附属公司及关联公司可能与本报告内所述或有关的公司不时进行业务往来，或为其担任市场庄家，或被委任替其证券进行承销，或可能以受托人身份替客户买入或沽售其证券，或可能为其担当或争取担当并提供投资银行、顾问、包销、融资或其它服务，或替其从其它实体寻求同类型之服务。投资者在阅读本报告时，应该留意任何或所有上述的情况，均可能导致真正或潜在的利益冲突。

本报告内的资料来自交银国际证券在报告发行时相信为正确及可靠的来源，惟本报告并非旨在包含投资者所需要的所有信息，并可能受递送延误、阻碍或拦截等因子所影响。交银国际证券不明示或暗示地保证或表示任何该等数据或意见的足够性、准确性、完整性、可靠性或公平性。因此，交银国际证券及其集团或有关的成员均不会就由于任何第三方在依赖本报告的内容时所作的行为而导致的任何类型的损失（包括但不限于任何直接的、间接的、随之而发生的损失）而负上任何责任。

本报告只为一般性提供数据之性质，旨在供交银国际证券之客户作一般阅览之用，而非非考虑任何某特定收取者的特定投资目标、财务状况或任何特别需要。本报告内的任何资料或意见均不构成或被视为集团的任何成员作出提议、建议或征求购入或出售任何证券、有关投资或其它金融证券。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映交银国际证券或其集团的立场，亦可在没有提供通知的情况下随时更改，交银国际证券亦无责任提供任何有关资料或意见之更新。

交银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料，考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要，在参与有关报告中所述公司之证券的交易前，委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。

对部分的司法管辖区或国家而言，分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。本报告的发送对象不包括身处中国内地的投资人。如知悉收取或发送本报告有可能构成当地法律、法则或其他规定之违反，本报告的收取者承诺尽快通知交银国际证券。

本免责声明以中英文书写，两种文本具同等效力。若两种文本有矛盾之处，则应以英文版本为准。

交银国际证券有限公司是交通银行股份有限公司的附属公司。