

哔哩哔哩-W (09626.HK)

用户粘性可观，商业化持续升级

哔哩哔哩 16 周年庆：壮大、年轻、坚守。哔哩哔哩于 6 月末举办了公司 16 周年庆直播。从用户角度：1) 用户群体持续扩大：2025Q1 平台 DAU 和 MAU 达 1.07/3.68 亿。2) B 站仍然年轻：过去一年 B 站用户平均年龄为 26 岁，00 后用户超过半数。3) 平台继续维持高粘性：用户日均使用时长达到 108 分钟；每天有 5000 万用户使用 B 站超过两小时；15 年老用户留存率达 90%。

广告：电商投放需求旺盛、商业化工具持续赋能。2025 年 618 大促期间，哔哩哔哩平台带货广告收入同比增长 41%，带货广告的投放客户数同比增长 59%，千元以上消费品 GMV 同比增长 49%，“星火计划”带来平均进店新客率达 57%。

我们看到，一方面“大开环”战略下 B 站的电商投放需求旺盛，另一方面公司在商业化工具上也在持续升级。在近期推出的 Insight Agent 的助力下，B 站今年 618 期间的花火商单促成效率提升 5 倍以上，数据洞察效率提升 3 倍以上。

游戏：长青游戏稳健，关注新游表现。回顾 2025Q1，B 站游戏收入增速超预期，主要由于独家授权游戏《三国：谋定天下》表现强劲；同时，《FGO》和《碧蓝航线》仍在稳定创收。展望后续，一方面我们期待《三国：谋定天下》繁体版在港澳台的推出效果，另一方面我们也期待《逃离鸭科夫》《嘟嘟脸恶作剧》等新游表现。

长期：利润结构持续优化。哔哩哔哩利润改善的背后，一方面是收入结构的优化，一方面是运营效率的提升。后续，随着广告和游戏加总收入的占比持续高企、内容分成和其他费用占收入比持续下滑，我们预计公司全年毛利率和净利率有望持续改善。

重申“增持”评级。我们预计哔哩哔哩 2025-2027 年收入为 300/329/362 亿元，yoy+12%/9%/10%；non-GAAP 归母净利润 21.2/30.4/36.6 亿元。我们给予公司 (BILI.O) / (9626.HK) 目标价 28 美金/222 港币，对应 28x 2026e P/E，重申“增持”评级。

风险提示：用户增长不及预期，游戏反馈不及预期，变现效率不及预期。

财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	22,528	26,832	30,041	32,850	36,238
增长率 yoy (%)	2.9	19.1	12.0	9.3	10.3
Non-GAAP 归母净利润 (百万元)	-3,425	-22	2,118	3,043	3,661
增长率 yoy (%)	48.8	99.4	9,684	44	20
Non-GAAP EPS (元/股)	-8.3	-0.1	5.0	7.2	8.7
净资产收益率 (%)	-33.5	-9.5	4.5	9.3	10.9
P/E (倍)	-21.4	-3339	35.1	24.5	20.3
P/S (倍)	3.3	2.8	2.5	2.3	2.1

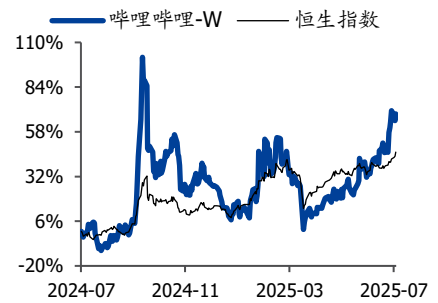
资料来源：Wind，国盛证券研究所 注：股价为 2025 年 7 月 23 日收盘价

增持 (维持)

股票信息

行业	海外
前次评级	增持
07 月 23 日收盘价 (港元)	197.50
总市值 (百万港元)	83,114.74
总股本 (百万股)	420.09
其中自由流通股 (%)	98.09
30 日日均成交量 (百万股)	5.78

股价走势



作者

分析师 夏君

执业证书编号：S0680519100004

邮箱：xiajun@gszq.com

相关研究

- 《哔哩哔哩-W (09626.HK)：利润结构持续优化》 2025-05-25
- 《哔哩哔哩-W (09626.HK)：季度全面盈利，聚焦 AI 时代优质内容》 2025-02-24
- 《哔哩哔哩-W (09626.HK)：首次季度盈利，期待变现释放》 2024-11-21

财务报表和主要财务比率

资产负债表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	18,727	19,756	23,762	31,377	36,203
现金	7,192	10,249	13,188	20,593	24,824
应收票据及应收账款	1,574	1,227	1,987	2,245	2,424
其他应收款	0	0	0	0	0
预付账款	2,063	1,935	2,280	2,271	2,725
存货	0	0	0	0	0
其他流动资产	7,898	6,345	6,307	6,268	6,230
非流动资产	14,432	12,942	12,601	12,559	12,660
长期投资	4,367	3,912	4,139	4,366	4,594
固定资产	715	589	699	761	796
无形资产	5,694	5,052	4,373	4,042	3,880
其他非流动资产	3,657	3,389	3,389	3,389	3,389
资产总计	33,159	32,699	36,362	43,935	48,863
流动负债	18,104	14,763	17,772	23,844	26,793
短期借款	7,456	1,572	4,812	8,052	11,293
应付票据及应付账款	4,334	4,801	5,580	6,469	6,883
其他流动负债	6,314	8,390	7,380	9,323	8,617
非流动负债	651	3,832	3,832	3,832	3,832
长期借款	1	3,264	3,264	3,264	3,264
其他非流动负债	650	568	568	568	568
负债合计	18,755	18,595	21,604	27,676	30,625
少数股东权益	12	-4	-12	-20	-28
股本	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
资本公积	40,445	41,454	41,454	41,454	41,454
留存收益	-26,054	-27,346	-26,684	-25,175	-23,189
归属母公司股东权益	14,392	14,108	14,770	16,279	18,266
负债和股东权益	33,159	32,699	36,362	43,935	48,863

现金流量表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	267	6,015	1,642	6,109	2,935
净利润	-4,812	-1,364	654	1,501	1,978
折旧摊销	2,730	2,327	2,324	2,024	1,882
财务费用	378	346	456	714	1,005
投资损失	897	539	0	0	0
营运资金变动	449	3,154	-1,337	2,584	-925
其他经营现金流	625	1,013	-456	-714	-1,005
投资活动现金流	1,762	-138	-1,944	-1,944	-1,944
资本支出	-1,330	-1,755	-1,755	-1,755	-1,755
长期投资	-133	-227	-227	-227	-227
其他投资现金流	3,225	1,844	38	38	38
筹资活动现金流	-5,075	-2,825	3,240	3,240	3,240
短期借款	-82	3,240	3,240	3,240	3,240
少数股东注资	-7	0	0	0	0
发行普通股所得款项	2,689	0	0	0	0
发行可转换优先票	0	0	0	0	0
据所得款项	-7,675	-6,066	0	0	0
其他筹资现金流	-7,675	-6,066	0	0	0
现金净增加额	-2,946	3,058	2,938	7,405	4,231

利润表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	22,528	26,832	30,041	32,850	36,238
营业成本	17,086	18,058	19,035	20,552	22,563
营业税金及附加	0	0	0	0	0
销售费用	3,916	4,402	4,599	4,665	5,099
管理费用	2,122	2,031	2,165	2,320	2,559
研发费用	4,467	3,685	3,563	3,849	4,245
财务费用	-378	-346	-456	-714	-1,005
资产减值损失	36	69	47	47	47
其他收益	133	175	-7	-7	-7
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	-436	-470	-249	-249	-249
资产处置收益	0	0	0	0	0
营业利润	-5,025	-1,362	832	1,876	2,473
营业外收入	0	0	0	0	0
营业外支出	0	0	0	0	0
利润总额	-5,025	-1,362	832	1,876	2,473
所得税	79	-37	178	375	495
净利润	-4,812	-1,364	654	1,501	1,978
少数股东损益	11	-17	-8	-8	-8
归属母公司净利润	-4,822	-1,347	662	1,509	1,986
non-gaap 归母净利	-3,425	-22	2,118	3,043	3,661
Non-GAAP EPS (元/股)	-8.3	-0.1	5.0	7.2	8.7

主要财务比率

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入(%)	2.9	19.1	12.0	9.3	10.3
营业利润(%)	39.1	72.9	161.1	125.4	31.8
归属于母公司净利润(%)	35.7	72.1	149.2	128.0	31.6
获利能力					
毛利率(%)	24.2	32.7	36.6	37.4	37.7
净利率(%)	-21.4	-5.0	2.2	4.6	5.5
ROE(%)	-33.5	-9.5	4.5	9.3	10.9
ROIC(%)	-25.1	-8.8	1.3	3.4	3.6
偿债能力					
资产负债率(%)	56.6	56.9	59.4	63.0	62.7
净负债比率(%)	34.1	42.1	37.2	37.2	32.9
流动比率	1.0	1.3	1.3	1.3	1.4
速动比率	1.0	1.3	1.3	1.3	1.4
营运能力					
总资产周转率	0.6	0.8	0.9	0.8	0.8
应收账款周转率	15.5	19.2	18.7	15.5	15.5
应付账款周转率	5.2	5.9	5.8	5.5	5.4
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	-8.3	-0.1	5.0	7.2	8.7
每股经营现金流(最新摊薄)	0.6	14.6	4.0	14.8	7.1
每股净资产(最新摊薄)	34.9	34.1	35.7	39.3	44.1
估值比率					
P/E	-21.4	-3338.5	35.1	24.5	20.3
P/S	3.3	2.8	2.5	2.3	2.1
P/B	5.1	5.2	5.0	4.5	4.0

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2025 年 7 月 23 日收盘价

图表 1: 哔哩哔哩财务预测: 年度

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
收入 (百万元)					
总收入	22,528	26,832	30,041	32,850	36,238
游戏	4,021	5,610	6,467	7,048	8,117
直播及增值服务	9,910	10,999	12,145	13,105	14,102
广告	6,412	8,189	9,517	10,822	12,182
IP 衍生品及其他	2,185	2,033	1,912	1,874	1,837
增速					
总收入	3%	19%	12%	9%	10%
游戏	-20%	40%	15%	9%	15%
直播及增值服务	14%	11%	10%	8%	8%
广告	27%	28%	16%	14%	13%
IP 衍生品及其他	-29%	-7%	-6%	-2%	-2%
占比					
游戏	18%	21%	22%	21%	22%
直播及增值服务	44%	41%	40%	40%	39%
广告	28%	31%	32%	33%	34%
IP 衍生品及其他	10%	8%	6%	6%	5%
毛利润 (百万元)					
毛利润	5,442	8,774	11,006	12,298	13,675
毛利率	24.2%	32.7%	36.6%	37.4%	37.7%
费用率					
销售费用率	17.4%	16.4%	15.3%	14.2%	14.1%
管理费用率	9.4%	7.6%	7.2%	7.1%	7.1%
研发费用率	19.8%	13.7%	11.9%	11.7%	11.7%
Non-GAAP 经营利润 (百万元)					
Non-GAAP 经营利润	-3,385	-61	2,073	2,975	3,422
Non-GAAP 经营利润率	-15.0%	-0.2%	6.9%	9.1%	9.4%
Non-GAAP 归母净利润 (百万元)					
Non-GAAP 归母净利润	-3,425	-22	2,118	3,043	3,661
Non-GAAP 归母净利润率	-15.2%	-0.1%	7.1%	9.3%	10.1%
Non-GAAP EPS (元)					
Non-GAAP EPS	-8.3	-0.1	5.0	7.2	8.7

资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 2: 哔哩哔哩财务预测: 季度

	1Q25	2Q25e	3Q25e	4Q25e	1Q26e	2Q26e	3Q26e	4Q26e
收入 (百万元)								
总收入	7,003	7,290	7,693	8,055	7,573	8,025	8,443	8,809
游戏	1,731	1,610	1,611	1,515	1,765	1,796	1,794	1,694
直播及增值服务	2,807	2,817	3,129	3,391	3,040	3,048	3,374	3,643
广告	1,998	2,399	2,414	2,707	2,311	2,725	2,747	3,039
IP 衍生品及其他	467	465	539	442	458	455	528	433
增速								
总收入	24%	19%	5%	4%	8%	10%	10%	9%
游戏	76%	60%	-12%	-16%	2%	12%	11%	12%
直播及增值服务	11%	10%	11%	10%	8%	8%	8%	7%
广告	20%	18%	15%	13%	16%	14%	14%	12%
IP 衍生品及其他	-4%	-10%	-5%	-5%	-2%	-2%	-2%	-2%
占比								
游戏	25%	22%	21%	19%	23%	22%	21%	19%
直播及增值服务	40%	39%	41%	42%	40%	38%	40%	41%
广告	29%	33%	31%	34%	31%	34%	33%	34%
IP 衍生品及其他	7%	6%	7%	5%	6%	6%	6%	5%
毛利润 (百万元)								
毛利润	2,539	2,670	2,813	2,984	2,806	3,003	3,155	3,334
毛利率	36.3%	36.6%	36.6%	37.1%	37.1%	37.4%	37.4%	37.9%
销售费用率								
销售费用率	16.7%	15.0%	14.9%	14.8%	14.2%	14.2%	14.2%	14.2%
管理费用率								
管理费用率	7.4%	7.3%	7.2%	7.1%	7.1%	7.1%	7.1%	7.1%
研发费用率								
研发费用率	12.0%	11.9%	11.8%	11.7%	11.7%	11.7%	11.7%	11.7%
Non-GAAP 经营利润 (百万元)								
Non-GAAP 经营利润	342	517	563	651	660	726	758	832
Non-GAAP 经营利润率	4.9%	7.1%	7.3%	8.1%	8.7%	9.1%	9.0%	9.4%
Non-GAAP 归母净利润 (百万元)								
Non-GAAP 归母净利润	363	534	574	647	688	745	774	836
Non-GAAP 归母净利润率	5.2%	7.3%	7.5%	8.0%	9.1%	9.3%	9.2%	9.5%
Non-GAAP EPS (元)	0.9	1.3	1.4	1.5	1.6	1.8	1.8	2.0

资料来源: wind, 国盛证券研究所

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在 -5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市东城区永定门西滨河路 8 号院 7 楼中海地产广场东塔 7 层

邮编：100077

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦东新区南洋泾路 555 号陆家嘴金融街区 22 栋

邮编：200120

电话：021-38124100

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路 100 号鼎和大厦 24 楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com