

哔哩哔哩-W (09626.HK) 2025Q2 业绩前瞻

Q2 游戏及广告业务预计延续亮眼表现，利润率持续提升

二季度公司游戏及广告业务延续此前亮眼表现，预计整体收入实现 20% 同比增长，其中游戏、广告收入预计实现同比增长 60%、19%，预计经调整归母净利润上升至 5.2 亿元，环比利润率改善明显，维持“增持”投资评级。

□ 净利润预计持续增长，盈利能力改善明显。Q2 预计公司实现收入 73 亿元，同比增长 20%，经调整归母净利润 5.2 亿元，同比扭亏为盈，环比增长 44%。公司此前 Q1 实现经调整净利润 3.6 亿元，毛利率 36.3%，连续十一个季度环比提升，预计二季度进一步上升；费用方面，Q1 产生销售费用 11.67 亿元，主要来自为 2025 年春晚提供独家弹幕直播及内容平台带来的一次性营销费用增加，以及《三国：谋定天下》相关买量费用增加，行政及研发费用控费效果良好，预计二季度费用绝对值环比微降，利润率持续改善。

□ 分业务情况：广告及游戏业务亮眼表现预计持续，商业化价值逐步释放。

1) 增值服务业务：预计 Q2 实现收入 28 亿元，同比增长 10%，主要来自直播及其他增值服务及大会员营业额增长；

2) 广告业务：预计 Q2 实现收入 24 亿元，同比增长 19%，主要来自效果广告收入增长贡献，618 期间电商广告份额增加；

3) 移动游戏业务：预计 Q2 实现收入 16 亿元，同比增长 60%，主要来自 24 年 6 月上线的独家授权 SLG 游戏《三国：谋定天下》收入增长贡献，其二季度多次登上 App Store 畅销榜 Top5，6 月迎来上线一周年庆典，DAU 创年内新高，近期 S8 赛季开启后表现强劲，SensorTower 数据显示 6 月 iOS 端及 Google Play 流水环比大幅提升 68%，有望于今年下半年到明年陆续上线繁体中文、海外版本以及小游戏；新游戏方面，B 站自研游戏《逃离鸭科夫》有望于年内上线，主打致敬搜打撤鼻祖《逃离塔科夫》，以 PVE、俯视角等元素吸引众多玩家关注，Steam 愿望单突破 30 万。此外还有二次元休闲游戏《嘟嘟脸恶作剧》等优质产品储备待上线，持续贡献业绩增量。

4) IP 衍生品及其他业务：预计 Q2 实现收入 4.65 亿元，同比下降 10%，环比持平。

□ 持续深耕中长视频优质内容，用户商业化价值挖掘空间充足。7 月 11 日，公司举办 2025 年投资者日活动，管理层表示将坚持深耕中长视频优质内容，以高价值内容为基础提升广告收益，重点探索社区增值业务，并将持续开拓长线周边设计业务。广告方面，未来三年有望维持高于大盘的增速，持续提升市占率，加深与创作者合作以挖掘广告价值，具体策略包括：1) 除现有优势板块外，重点投入大快消板块；2) 品牌广告和效果广告互为补充，形成差异化竞争；3) 布局多屏多场景，开发搜索等相关消费场景；4) 加大 AIGC 等投入以提升生产效率，预计未来一年可见明显增量。截止一季度，B 站日活达 1.07 亿，月活达 3.68 亿，日均时长 108 分钟，月均付费用户数达到 3200 万历史新高。春节期间，B 站作为蛇年春晚独家弹幕视频合作平台，除夕当晚春晚直播间观看人数超 1 亿人，实现有效破圈。平台优质内容持续出圈，如《凡人修仙传》播放量破 30 亿，原创 IP 动画《凸变英雄 X》全球上线，《牧神记》站内评分 9.6，精品年番收获高口碑。此前 CEO 陈睿提及，新开源 AI 模型的出现有望让 AI 解决方案更易使用且更具成本效益，公司具备高

增持（维持）

TMT 及中小盘/传媒

目标估值：NA

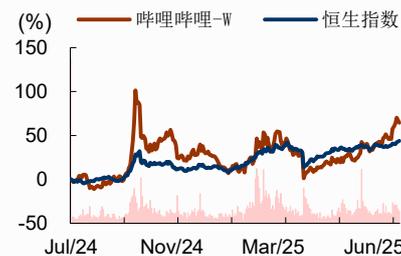
当前股价：196.4 港元

基础数据

总股本（百万股）	413
香港股（百万股）	332
总市值（十亿港元）	81.1
香港股市值（十亿港元）	65.1
每股净资产（港元）	34.9
ROE（TTM）	-9.4
资产负债率	56.8%
主要股东	Deutsche Bank Aktiengesellschaft
主要股东持股比例	22.4278%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	27	43	58
相对表现	21	19	15



资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

- 《哔哩哔哩-W (09626) 一季度持续盈利，游戏及广告业务表现亮眼》2025-05-25
- 《哔哩哔哩-W (09626) 一单季度实现全面盈利，游戏及广告业务表现亮眼》2025-02-24
- 《哔哩哔哩-W (09626) 一上市后首次单季度盈利，广告及游戏亮眼表现持续》2024-11-19

刘晓珊 S1090525050004

liuxiaoshan@cmschina.com.cn

顾佳 S1090513030002

gujia@cmschina.com.cn

质量独家数据资产，也正积极将 AI 应用于广告投放系统和内容生态完善，有望在产业变革中获得更多受益，释放社区生态价值。

- **维持“增持”投资评级。**公司 2024 年上线独家代理 SLG 游戏《三国：谋定天下》流水表现优秀，后续多款产品有望持续贡献增量；广告方面，坚持“一横一纵”战略，进一步强化 AIGC、深度转化、自动广告等三大能力，帮助广告主提高投放效率，预计有望结合小程序、直播等场景进一步拓宽广告商业化空间。考虑公司：1) 游戏产品流水表现超预期，2) AIGC 技术应用及高毛利的效果广告占比持续提升拉动利润率上升，3) 直播及大会员业务效益有望持续提升，以及持续有效的控费措施，看好公司商业化加速及盈利能力提升，预期 2025-2027 年公司营收有望达到 309、346、373 亿元，经调整归母净利润 19.7、28.6、37.0 亿元，对应 PE 为 37.9、26.1、20.1x，维持“增持”评级。
- **风险提示：用户增长不及预期、行业监管风险、UP 主流失风险、竞争加剧风险。**

财务数据与估值

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	22528	26832	30856	34559	37324
同比增长	3%	19%	15%	12%	8%
经调整归母净利润(百万元)	(3425)	(22)	1965	2856	3696
同比增长	49%	99%	N/A	45%	29%
每股收益(元)	(8.13)	(0.05)	4.67	6.78	8.77
PE	N/A	N/A	37.9	26.1	20.1
PB	5.2	5.4	5.1	4.6	3.9

资料来源：公司数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	18727	19756	22420	25576	30141
现金及现金等价物	7192	10249	12431	15144	19378
交易性金融资产	0	0	0	0	0
其他短期投资	7867	6295	6295	6295	6295
应收账款及票据	1574	1227	1411	1580	1707
其它应收款	1794	1935	2225	2492	2692
存货	187	0	0	0	0
其他流动资产	113	50	58	64	70
非流动资产	14432	12942	12115	12029	11163
长期投资	4367	3912	3130	2817	2535
固定资产	715	589	544	771	187
无形资产	6353	5926	5926	5926	5926
其他	2998	2515	2515	2515	2515
资产总计	33159	32698	34534	37605	41304
流动负债	18104	14763	15754	16950	17784
应付账款	4334	4801	5209	5697	6053
应交税金	345	429	429	429	429
短期借款	7456	1572	1690	1825	1967
其他	5969	7961	8425	8999	9335
长期负债	651	3831	3994	4166	4346
长期借款	1	3263	3426	3598	3778
其他	650	568	568	568	568
负债合计	18755	18594	19748	21116	22129
股本	0	0	0	0	0
储备	14392	14108	14782	16465	19121
少数股东权益	12	(4)	4	24	54
归属于母公司所有者权益	14392	14108	14782	16466	19121
负债及权益合计	33159	32698	34534	37605	41304

现金流量表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	267	6015	3095	4046	5495
净利润	(4822)	(1347)	674	1565	2402
折旧与摊销	2900	2501	2260	2088	2959
营运资本变动	703	3640	391	618	361
其他非现金调整	1487	1220	(230)	(225)	(228)
投资活动现金流	1762	(138)	(1087)	(1642)	(1703)
资本性支出	(1330)	(1755)	(2215)	(2315)	(2375)
出售资产获得的现金	0	0	0	0	0
投资增减	49762	87600	(782)	(313)	(282)
其它	615	79	346	360	390
筹资活动现金流	(5075)	(2825)	173	309	443
债务增减	(7757)	(2718)	281	424	575
股本增减	2689	(108)	0	0	0
股利支付	0	0	0	0	0
其它筹资	(7)	0	(108)	(115)	(132)
其它调整	0	1	0	0	0
现金净增加额	(2946)	3058	2182	2713	4234

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
总营业收入	22528	26832	30856	34559	37324
主营业务收入	22528	26832	30856	34559	37324
营业成本	17086	18058	19594	21427	22767
毛利	5442	8774	11263	13132	14556
营业支出	10506	10118	10800	11750	12317
营业利润	(5064)	(1344)	463	1382	2239
利息支出	165	89	108	115	132
利息收入	542	435	421	435	465
权益性投资损益	0	0	0	0	0
其他非经营性损益	(46)	(402)	(75)	(75)	(75)
非经常项目损益	0	0	0	0	0
除税前利润	(4733)	(1400)	701	1627	2497
所得税	79	(37)	18	42	65
少数股东损益	11	(17)	8	20	30
经调整归母净利润	(3425)	(22)	1965	2856	3696
EPS(元)	(8.13)	(0.05)	4.67	6.78	8.77

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
年成长率					
营业收入	3%	19%	15%	12%	8%
营业利润	-39%	-73%	-134%	199%	62%
净利润	49%	99%	N/A	45%	29%
获利能力					
毛利率	24.2%	32.7%	36.5%	38.0%	39.0%
净利率	-21.4%	-5.0%	2.2%	4.5%	6.4%
ROE	-33.5%	-9.5%	4.6%	9.5%	12.6%
ROIC	-21.2%	-6.7%	4.0%	7.7%	10.3%
偿债能力					
资产负债率	56.6%	56.9%	57.2%	56.2%	53.6%
净负债比率	22.5%	14.8%	14.8%	14.4%	13.9%
流动比率	1.0	1.3	1.4	1.5	1.7
速动比率	1.0	1.3	1.4	1.5	1.7
营运能力					
资产周转率	0.7	0.8	0.9	0.9	0.9
存货周转率	54.8	193.6	0.0	0.0	0.0
应收帐款周转率	5.9	8.2	9.1	9.0	8.8
应付帐款周转率	4.0	4.0	3.9	3.9	3.9
每股资料(元)					
每股收益	-8.13	-0.05	4.67	6.78	8.77
每股经营现金	0.63	14.24	7.35	9.60	13.04
每股净资产	34.16	33.41	35.09	39.09	45.39
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
估值比率					
PE	N/A	N/A	37.9	26.1	20.1
PB	5.2	5.3	5.0	4.5	3.9
EV/EBITDA	-2666.3	3738.1	1449.6	1161.4	796.0

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制，仅对中国境内投资者发布，请您自行评估接收相关内容的适当性。本公司不会因您收到、阅读相关内容而视您为中国境内投资者。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。

本公司关联机构可能会持有报告所提到的公司所发行的证券头寸，且本公司或关联机构可能会就这些证券进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务，客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。