

中视频生态高粘性，变现多元化驱动收入高增

——哔哩哔哩 (9626.hk) 25Q2 前瞻点评

核心观点

- **我们预期 25Q2 总收入:73.2 亿元 (yoy+19.5%, qoq+4.6%)，前预测值为 74.0 亿，主要系下修游戏预测。**我们预测 25Q2 毛利率达 37% (yoy+6.8pp, qoq+0.4pp)，基本与前预测值一致。**我们预期 25Q2Non-GAAP 营业利润达 5.1 亿元，前预测值为 5.4 亿，因游戏调整进行下修。**
- **游戏：我们预期 25Q2 收入达 16.3 亿 (yoy+62%，qoq-6%)，前预测值为 17 亿元 (yoy+69%，qoq-2%)。**主要系新游戏《闪耀优俊少女》低于预期，我们进行下修。《三国：谋定天下》PC 端成为重要新增与收入来源，小游戏版本有望为《三谋》IP 进一步拓展泛用户。25H2，鸭子题材单人俯视角撤离射击游戏《逃离鸭科夫》，已于 7 月 23 日登录蒸汽平台“鉴赏家新品节”开启试玩；我们预期代理游戏二次元表情包手游《嘟嘟脸恶作剧》将全球同步发行；我们预期卡牌游戏《三国 N Card》有望年内上线，进一步挖掘三国 IP 价值。
- **广告：我们预期 25Q2 收入达 24 亿 (yoy+17.7%，qoq+20.0%)，与前预测值一致。****供给端：**公司广告加载率仍有较大提升空间，叠加 AI 算法效率持续提升驱动广告转化率增长。产品层面，公司布局小程序广告：为客户接入 B 站生态提供快速通道，适配小游戏、短剧等内容形态打开通路；打造直播广告系统：打造高互动、强转化场景，助力品牌与用户建立深度连接。**需求端：**随着 B 站用户成熟，消费能力快速释放。游戏、网络服务、电商、数码家电、汽车等行业贡献需求增量。
- **直播&VAS：我们预期 25Q2 收入达 28 亿元 (yoy+10%，qoq+1%)，与前预测值一致。**

盈利预测与投资建议

- 公司游戏《三国：谋定天下》赛季版本储备丰富，PC、小游戏渠道陆续上线，预期驱动游戏长青，下半年多款新游有望贡献增量；广告供给侧流量增长、转化率提升，需求侧用户年龄增长商业化能力释放。我们预计公司 25~27 年收入分别为 302/322/339 亿元 (原 25~27 预测值为 312/341/358 亿元，因游戏优俊少女低于预期下调收入预测)，根据可比公司 25 年调整后 PS 均值 2.7x，给予目标价 214.30HKD (194.97CNY)，汇率 HKD/CNY=0.91，维持“买入”评级。

风险提示

用户增长不及预期；成本管控不及预期风险

公司主要财务信息

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	22,528	26,832	30,179	32,232	33,947
同比增长(%)	2.87%	19.10%	12.47%	6.80%	5.32%
营业利润(百万元)	-5,064	-1,344	797	1,916	2,583
同比增长(%)	-39.41%	-73.46%	-159.29%	140.40%	34.81%
归属母公司净利润(百万元)	-4,822	-1,347	602	1,554	2,120
同比增长(%)	-35.68%	-72.07%	-144.70%	158.10%	36.44%
每股收益 (元)	-11.46	-3.20	1.43	3.69	5.04
毛利率(%)	24.16%	32.70%	37.07%	39.70%	41.16%
净利率(%)	-21.41%	-5.02%	1.99%	4.82%	6.25%
净资产收益率(%)	-32.55%	-9.45%	4.18%	10.03%	12.24%
市盈率 (倍)	-15	-53	118	46	33
市净率 (倍)	5	5	5	4	4

资料来源：公司数据、东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

投资评级 买入 (维持)

股价 (2025年07月25日)	184.8 港元
目标价格	214.30 港元
52 周最高价/最低价	238.8/98.9 港元
总股本/流通 H 股 (万股)	42,083/33,973
H 股市值 (百万港币)	77,770
国家/地区	中国
行业	传媒
报告发布日期	2025 年 07 月 28 日

股价表现

	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现%	-7.46	14.07	38.12	62.96
相对表现%	-9.73	10.34	22.62	13.66
恒生指数%	2.27	3.73	15.5	49.3



证券分析师

项雯倩	021-63325888*6128 xiangwenqian@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860517020003 香港证监会牌照：BQP120
李雨琪	021-63325888-3023 liyuzhi@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860520050001 香港证监会牌照：BQP135
金沐阳	jimmuyang@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860525030001

联系人

沈熠	shenyi1@orientsec.com.cn
----	--------------------------

相关报告

AI 驱动广告超预期，期待中视频生成工具进一步提效：——哔哩哔哩 (9626.HK) 25Q1 点评	2025-05-21
《三谋》S6 赛季表现优异，25 年盈利可期：——哔哩哔哩 (9626.HK) 24Q4 点评	2025-03-04
游戏收入超预期增长，25 年盈利可期：——哔哩哔哩 (9626.HK) 24Q3 点评	2024-11-20

表 1：盈利预测

单位：百万/%	25Q1A	25Q2E	25Q3E	25Q4E	25E	26E	27E
营业收入	7,003	7,322	7,783	8,071	30,179	32,232	33,947
yoy	23.63%	19.50%	6.53%	4.36%	12.47%	6.80%	5.32%
直播平台&VAS	2,807	2,826	3,097	3,368	12,098	13,007	13,629
yoy	11.01%	10.13%	9.77%	9.23%	9.99%	7.51%	4.78%
广告收入	1,998	2,397	2,470	2,757	9,622	10,740	11,287
yoy	19.72%	17.66%	17.94%	15.43%	17.50%	11.61%	5.09%
手机游戏收入	1,731	1,629	1,686	1,501	6,547	6,521	6,790
yoy	76.14%	61.71%	-7.51%	-16.50%	16.69%	-0.39%	4.12%
衍生品收入（电 商）	467	469	530	445	1,912	1,964	2,242
yoy	-4%	-9%	-7%	-4%	-6%	3%	14%
营业成本	4,464	4,637	4,886	5,005	18,993	19,436	19,974
yoy	10.0%	8.0%	2.7%	1.2%	5.2%	2.3%	2.8%
分成成本	2,661	2,733	2,950	3,069	11,413	11,762	11,975
yoy	14.6%	6.2%	0.9%	-3.2%	3.9%	3.1%	1.8%
内容、服务器、员 工成本	1,401	1,458	1,459	1,496	5,813	5,877	5,967
yoy	12.4%	10.7%	5.1%	13.7%	10.4%	1.1%	1.5%
衍生品和其他	402	446	478	441	1,766	1,797	2,031
yoy	1%	-9%	-7%	-4%	-5%	2%	13%
毛利	2,539	2,684	2,897	3,066	11,186	12,795	13,974
毛利率%	36.26%	36.66%	37.22%	37.99%	37.07%	39.70%	41.16%
销售费用	1,167	1,141	1,213	1,258	4,780	5,024	5,292
一般行政费用	516	479	515	504	2,013	2,024	2,064
研发费用	841	870	925	959	3,596	3,831	4,035
营业利润	15	194	243	345	797	1,916	2,583
营业利润率%	0.21%	2.65%	3.12%	4.27%	2.64%	5.94%	7.61%
GAAP 归母净利润	-9	150	189	272	602	1,554	2,120
Non-GAAP 归母净 利润	363	512	575	658	2,108	3,099	3,709

数据来源：公司公告，东方证券研究所

表 2：可比公司估值表（截至 2025.7.25 收盘价）

代码	证券简称	总市值 (亿)	收入		P/S	
			25E	26E	25E	26E
1024.HK	快手	2,841	1419	1550	2.0	1.8
9999.HK	网易	6,139	1145	1231	5.4	5.0
0700.HK	腾讯控股	45,907	7273	7913	6.3	5.8
9898.HK	微博	180	126	131	1.4	1.4
3690.HK	美团	7,232	3898	4505	1.9	1.6
9888.HK	百度	2,217	1338	1414	1.7	1.6
		调整后平均			2.7	2.5

数据来源：wind，东方证券研究所
 (汇率 HKD/CNY=0.91)

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	7,192	10,249	9,613	11,346	13,715	营业总收入	22,528	26,832	30,179	32,232	33,947
应收款项合计	3,368	3,162	3,556	3,798	4,000	主营业务收入	22,528	26,832	30,179	32,232	33,947
存货	186	0	207	212	218	其他营业收入	0	0	0	0	0
其他流动资产	113	50	53	55	58	营业总支出	27,592	28,175	29,382	30,316	31,365
流动资产合计	18,727	19,756	19,723	21,707	24,286	营业成本	17,086	18,058	18,993	19,436	19,974
固定资产净值	715	589	561	555	553	营业开支	10,506	10,118	10,389	10,880	11,391
权益性投资	1,863	0	0	0	0	营业利润	-5,064	-1,344	797	1,916	2,583
其他长期投资	2,504	3,912	4,107	4,313	4,528	净利息支出	-378	-346	-289	-297	-298
商誉及无形资产	6,353	5,926	6,603	6,674	6,777	权益性投资损益	0	0	0	0	0
土地使用权	0	0	0	0	0	其他非经营性损益	-46	-402	-374	-381	-384
其他非流动资产	2,998	2,515	2,641	2,773	2,912	非经常项目前利润	-4,733	-1,400	713	1,831	2,496
非流动资产合计	14,432	12,942	13,913	14,314	14,771	非经常项目损益	0	0	0	0	0
资产合计	33,159	32,699	33,636	36,021	39,057	除税前利润	-4,733	-1,400	713	1,831	2,496
应交税金	345	429	450	473	497	所得税	79	-37	83	183	250
短期借贷及长期借贷到期部分	7,456	1,572	1,729	1,902	2,092	少数股东损益	11	-17	28	94	126
其他流动负债	5,969	7,961	8,359	8,777	9,215	持续经营净利润	-4,822	-1,347	602	1,554	2,120
流动负债合计	18,104	14,763	15,014	15,688	16,409	非持续经营净利润	0	0	0	0	0
长期借贷	1	3,264	3,264	3,264	3,264	净利润	-4,822	-1,347	602	1,554	2,120
其他非流动负债	650	568	624	687	756	优先股利及其他调整项	0	0	0	0	0
非流动负债合计	651	3,832	3,889	3,951	4,020	归属普通股股东净利润	-4,822	-1,347	602	1,554	2,120
负债合计	18,755	18,595	18,902	19,639	20,428	EPS (摊薄)	-11.46	-3.20	1.43	3.69	5.04
归属母公司股东权益	14,392	14,108	14,710	16,264	18,384						
少数股东权益	12	-4	23	118	244						
所有者权益合计	14,404	14,104	14,734	16,382	18,628						
负债和股东权益	33,159	32,699	33,636	36,021	39,057						

现金流量表					
单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	267	6,015	2,554	4,725	5,434
净利润	-4,822	-1,347	602	1,554	2,120
折旧与摊销	2,900	2,501	2,378	2,762	2,800
营运资本变动	703	3,640	-454	315	388
其他非现金调整	1,487	1,220	28	94	126
投资活动现金流	1,762	-138	-3,348	-3,164	-3,256
出售固定资产收到的现金	0	0	0	0	0
资本性支出	1,330	1,755	3,222	3,032	3,117
投资减少	26,120	44,569	44,569	44,569	44,569
其他投资活动现金流量净额	615	79	-126	-132	-139
融资活动现金流	-5,075	-2,825	157	173	190
债务净增	-7,757	-2,718	157	173	190
股本增加	2,689	10	0	0	0
支付的股利合计	0	0	0	0	0
其他筹资活动现金流量净额	-7	0	0	0	0

主要财务比率					
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入增长率	2.9%	19.1%	12.5%	6.8%	5.3%
营业利润增长率	-39.4%	-73.5%	-159.3%	140.4%	34.8%
归属普通股股东净利增长率	-35.7%	-72.1%	-144.7%	158.1%	36.4%
获利能力					
毛利率	24.2%	32.7%	37.1%	39.7%	41.2%
净利率	-21.4%	-5.0%	2.0%	4.8%	6.2%
ROE	-32.6%	-9.5%	4.2%	10.0%	12.2%
ROA	-12.9%	-4.1%	1.8%	4.5%	5.6%
偿债能力					
资产负债率	56.6%	56.9%	56.2%	54.5%	52.3%
流动比率	103.4%	133.8%	131.4%	138.4%	148.0%
速动比率	102.4%	133.8%	130.0%	137.0%	146.7%
每股指标 (元)					
每股收益	-11.46	-3.20	1.43	3.69	5.04
每股经营现金流	0.63	14.29	6.07	11.23	12.91
每股净资产	34.20	33.52	34.96	38.65	43.69
估值比率					
P/E	-15	-53	118	46	33
P/B	5	5	5	4	4

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内行业或公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）；

公司投资评级的量化标准

- 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
- 增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

- 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

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本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。