

哔哩哔哩-W (09626.HK)

买入 (维持评级)

港股公司点评

证券研究报告

广告增长超预期，盈利能力持续提升

业绩简评

2025 年 8 月 21 日，公司披露 2025 年第二季度业绩，2025Q2 实现营收 73.4 亿元，同比+20%，Non-GAAP 净利润 5.61 亿元，同比扭亏为盈。

经营分析

毛利率持续优化，费用控制良好，实现持续盈利。2025Q2 毛利 26.8 亿元，同比+46%；毛利率连续 12 个季度环比提升至 36.5%；游戏及广告等高毛利业务占收比持续提升（合计占比 55%）；2025Q2 销售/管理/研发费用率降至 14.3%/6.9%/11.8%（同比-2.6pct/-1.02pct/-2.8pct）。

日活用户数量创历史新高，用户持续成长。Q2 日活用户 1.09 亿（历史新高），同比+7%；月活用户 3.63 亿，同比+8%；日均使用时长 105 分钟，较去年同比增长 6 分钟。活跃用户平均年龄达到 26 岁，月均付费用户超过 3100 万。

广告：效果广告增长带动广告收入保持快速增长。2025Q2 收入 24.5 亿元（同比+20%，占收入比 33%），主要由于效果广告增长强劲。供给端：广告加载率有提升空间，AI 算法优化助转化率增长；布局小程序广告适配多元内容，打造直播广告增强品牌连接。需求端：B 站用户成熟带动消费力释放，游戏、电商等多行业贡献需求增量。

游戏：《三国谋定天下》带动游戏收入持续高增长，榜单热门游戏周年庆表现亮眼。2025Q2 收入 16.1 亿元（同比+60%，占收入比 22%），保持强劲增长，主要由《三国谋定天下》带动。热门游戏表现亮眼，《命运-冠位指定》《碧蓝航线》等头部作品陆续迎来周年庆活动，成功点燃玩家热情，持续领跑手游畅销榜，展现出强劲的市场号召力。

增值服务+IP 生态：大会员基础保持稳定，UP 主变现生态繁荣。

2025Q2 增值服务收入 28.4 亿元（同比+11%，占比 39%），大会员数量达到 2370 万，保持 80%以上年费或自动续订用户，Q2 接近 200 万 UP 在 B 站获得收入。

盈利预测、估值与评级

预计 2025/2026/2027 年公司收入 301/329/361 亿元，NON-GAAP 归母净利润分别为 20.5/30.8/39.72 亿元，当前股价对应 2025/2026/2027 年 P/E 分别为 36.71/24.48/18.96X，维持“买入”评级。

风险提示

用户增长不及预期；广告主需求不及预期；优质 UP 主流失风险；游戏上线时间或表现不及预期。

国金证券研究所

分析师：于健（执业 S1130525070012）

yu_j@gjzq.com.cn

分析师：赵中平（执业 S1130524050003）

zhaozhongping@gjzq.com.cn

分析师：许孟婕（执业 S1130522080003）

xumengjie@gjzq.com.cn

市价 (港币)：196.800 元

相关报告：

- 《哔哩哔哩-W 港股公司点评：游戏保持强劲增长，实现持续盈利》，2025.5.21
- 《哔哩哔哩-W 港股公司点评：用户价值显性释放，迈入盈利时代》，2025.2.21
- 《哔哩哔哩-W 港股公司点评：扭亏为盈，游戏业务增长强劲》，2024.11.15



主要财务指标

项目	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	22,528	26,832	30,120	32,917	36,145
营业收入增长率	2.87%	19.10%	12.25%	9.29%	9.81%
Non-GAAP 归母净利润(百万元)	-3,414	-39	2,052	3,077	3,972
Non-GAAP 归母净利润增长率	N.A	N.A	N.A	13.54%	8.96%
Non-GAAP 摊薄每股收益(元)	-8.11	-0.09	4.88	7.31	9.44
每股经营性现金流净额	0.63	14.28	4.86	6.44	9.08
ROE(归属母公司)(摊薄)	-33.51%	-9.55%	7.15%	9.70%	13.39%
P/E	N.A	N.A	36.71	24.48	18.96
P/B	5.76	5.88	5.44	4.91	4.25

来源：公司年报、国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要
损益表(人民币 百万)

	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
主营业务收入	21,899	22,528	26,832	30,120	32,917	36,145
增长率	13.0%	2.9%	19.1%	12.3%	9.3%	9.8%
主营业务成本	18,050	17,086	18,058	19,081	20,392	22,049
%销售收入	82.4%	75.8%	67.3%	63.4%	61.9%	61.0%
毛利	3,849	5,442	8,774	11,038	12,525	14,096
%销售收入	17.6%	24.2%	32.7%	36.6%	38.1%	39.0%
营业税金及附加	0	0	0	0	0	0
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
销售费用	4,921	3,916	4,402	4,659	5,125	5,241
%销售收入	22.5%	17.4%	16.4%	15.5%	15.6%	14.5%
管理费用	2,521	2,122	0	2,072	2,110	2,313
%销售收入	11.5%	9.4%	0.0%	6.9%	6.4%	6.4%
研发费用	4,765	4,467	3,685	3,497	3,990	4,337
%销售收入	21.8%	19.8%	13.7%	11.6%	12.1%	12.0%
息税前利润 (EBIT)	-7,434	-5,111	-1,746	1,111	1,630	2,566
%销售收入	-33.9%	-22.7%	-6.5%	3.7%	5.0%	7.1%
财务费用	-30	-378	-346	23	-8	-47
%销售收入	-0.1%	-1.7%	-1.3%	0.1%	0.0%	-0.1%
投资收益	0	0	0	0	0	0
%税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	-8,358	-5,064	-1,344	810	1,300	2,204
营业利润率	-38.2%	-22.5%	-5.0%	2.7%	4.0%	6.1%
营业外收支						
税前利润	-7,404	-4,733	-1,400	1,088	1,638	2,613
利润率	-33.8%	-21.0%	-5.2%	3.6%	5.0%	7.2%
所得税	104	79	-37	0	0	0
所得税率	-1.4%	-1.7%	2.6%	0.0%	0.0%	0.0%
净利润	-7,508	-4,812	-1,364	1,088	1,638	2,613
少数股东损益	-11	11	-17	1	1	2
归属于母公司的净利润	-7,497	-4,822	-1,347	1,088	1,637	2,611
净利率	n.a	n.a	n.a	3.6%	5.0%	7.2%

现金流量表(人民币 百万)

	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	-7,497	-4,822	-1,347	1,088	1,637	2,611
少数股东损益	-11	11	-17	1	1	2
非现金支出	743	1,487	1,220	-124	-152	-183
非经营收益						
营运资金变动	-723	703	3,640	729	873	1,045
经营活动现金净流	-3,911	267	6,015	2,044	2,709	3,823
资本开支	-2,738	-1,330	-1,755	-300	-300	-300
投资	13,931	2,477	1,538	0	0	0
其他	-583	615	79	479	329	361
投资活动现金净流	10,609	1,762	-138	179	29	61
股权募资	-348	2,689	-107	0	0	0
债权募资	-3,951	-7,757	-2,718	0	0	0
其他	-57	-7	0	-177	-177	-177
筹资活动现金净流	-4,355	-5,075	-2,825	-177	-177	-177
现金净流量	2,664	-2,946	3,058	2,068	2,582	3,729

资产负债表(人民币 百万)

	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	10,173	7,192	10,249	12,317	14,900	18,628
应收款项	4,317	3,368	3,162	3,363	3,676	4,036
存货	437	186	0	0	0	0
其他流动资产	9,526	7,981	6,345	6,295	6,295	6,295
流动资产	24,453	18,727	19,756	21,976	24,870	28,960
%总资产	58.5%	56.5%	60.4%	63.4%	66.3%	69.7%
长期投资	1,923	1,863	0	0	0	0
固定资产	1,227	715	589	638	683	724
%总资产	2.9%	2.2%	1.8%	1.8%	1.8%	1.7%
无形资产	7,052	6,353	5,926	5,825	5,729	5,637
非流动资产	17,378	14,432	12,942	12,679	12,628	12,578
%总资产	41.5%	43.5%	39.6%	36.6%	33.7%	30.3%
资产总计	41,831	33,159	32,699	34,655	37,498	41,537
短期借款	6,621	7,456	1,572	1,572	1,572	1,572
应付款项	4,292	4,334	4,801	5,035	5,381	5,818
其他流动负债	6,180	6,314	8,390	9,036	9,875	10,844
流动负债	17,093	18,104	14,763	15,643	16,828	18,234
长期贷款	8,683	1	3,264	3,264	3,264	3,264
其他长期负债	814	650	568	535	535	535
负债	26,591	18,755	18,595	19,442	20,627	22,033
普通股股东权益	15,238	14,392	14,108	15,217	16,874	19,506
其中：股本	0	0	0	0	0	0
未分配利润	15,179	14,179	13,841	14,950	16,607	19,239
少数股东权益	2	12	-4	-4	-3	-1
负债股东权益合计	41,831	33,159	32,699	34,655	37,498	41,537

比率分析

	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
每股指标						
每股收益	-18.99	-11.67	-3.23	2.58	3.89	6.20
每股净资产	38.10	34.16	33.49	36.16	40.10	46.35
每股经营现金净流	-9.78	0.63	14.28	4.86	6.44	9.08
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
回报率						
净资产收益率	-49.20%	-33.51%	-9.55%	7.15%	9.70%	13.39%
总资产收益率	-17.92%	-14.54%	-4.12%	3.14%	4.37%	6.29%
投入资本收益率	-24.68%	-23.77%	-8.98%	5.54%	7.51%	10.54%
增长率						
主营业务收入增长率	12.98%	2.87%	19.10%	12.25%	9.29%	9.81%
EBIT 增长率	-12.15%	31.25%	65.84%	163.63%	46.68%	57.45%
净利润增长率	-10.43%	35.68%	72.07%	180.75%	50.51%	59.53%
总资产增长率	-19.64%	-20.73%	-1.39%	5.98%	8.21%	10.77%
资产管理能力						
应收账款周转天数	22.3	23.2	18.8	14.8	14.4	14.3
存货周转天数	8.9	6.6	1.9	—	—	—
应付账款周转天数	86.3	90.9	91.1	92.8	91.9	91.4
固定资产周转天数	21.2	15.5	8.7	7.3	7.2	7.0
偿债能力						
净负债/股东权益	39.02%	6.35%	-34.36%	-45.66%	-56.48%	-67.97%
EBIT 利息保障倍数	-29.6	-31.0	-19.6	6.3	9.2	14.5
资产负债率	63.57%	56.56%	56.87%	56.10%	55.01%	53.04%

来源：公司年报、国金证券研究所

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担任何法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海 电话：021-80234211 邮箱：researchsh@gjzq.com.cn 邮编：201204 地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	北京 电话：010-85950438 邮箱：researchbj@gjzq.com.cn 邮编：100005 地址：北京市东城区建内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	深圳 电话：0755-86695353 邮箱：researchsz@gjzq.com.cn 邮编：518000 地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806
---	--	---