

哔哩哔哩 (BILI)

2025Q2 业绩点评: 业绩超预期, 广告增速亮眼, 新游关注新品周期

2025年08月22日

买入 (维持)

证券分析师 张良卫

执业证书: S0600516070001
021-60199793

zhanglw@dwzq.com.cn

证券分析师 周良玖

执业证书: S0600517110002
021-60199793

zhoulj@dwzq.com.cn

证券分析师 陈欣

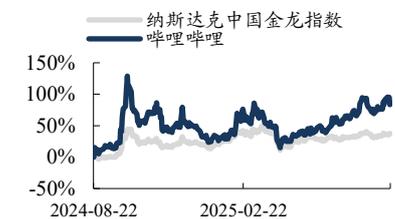
执业证书: S0600524070002
chenxin@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入 (百万元)	22,528	26,832	30,005	32,691	35,301
同比 (%)	3%	19%	12%	9%	8%
归母净利润 (百万元)	-4,822	-1,347	948	1,985	3,080
同比 (%)	-	-	-	109%	55%
Non-GAAP 净利润 (百万元)	-3,425	-22	2,328	3,410	4,528
同比 (%)	-	-	-	46%	33%
EPS-最新摊薄 (元/股)	-8.14	-0.05	5.53	8.10	10.76
P/E (现价&最新摊薄)	-	-	75.76	36.19	23.32
PE (Non-GAAP)	-	-	30.85	21.07	15.86

投资要点

- **事件:** 2025Q2 公司实现收入 73.38 亿元, yoy+20%, qoq+5%, 超过彭博一致预期的 73.30 亿元, 经调整归母净利润达 5.62 亿元, 超过彭博一致预期的 5.20 亿元。
- **用户流量增长亮眼, 利润率稳步提升。** 2025Q2 公司 MAU 为 3.63 亿人, yoy+8.0%, qoq+1.4%; DAU 为 1.09 亿人, yoy+6.9%, qoq+2.5%。用户日均使用时长 105 分钟, 同比增加 6 分钟, 用户流量增长强劲。成本及费用端, 2025Q2 公司毛利率达 36.5%, yoy+6.5pct, qoq+0.2pct, 毛利率已实现连续 12 个季度的环比提升, 主要得益于公司提高变现效率带来收入增长, 以及平台运营相关成本相对稳定。2025Q2 公司销售、管理、研发费用率分别为 14.3%、6.9%、11.8%, yoy-2.6pct, -1.0pct, -2.8pct, qoq-2.4pct, -0.4pct, -0.2pct, 运营费用管控良好, 经营杠杆效应显著, 2025Q2 公司经调整经营利润率已达 7.8%, yoy+12.4pct, qoq+2.9pct, 我们看好公司延续费用管控趋势, 伴随商业化潜力释放收入增长, 经调整经营利润率有望继续提升, 公司中期目标为 15%-20%。
- **广告增速亮眼, 期待用户价值进一步释放。** 2025Q2 公司广告收入 24.49 亿元, yoy+20%, qoq+23%, 主要得益于效果类广告增长强劲。公司坚持一横 N 纵策略, AI 赋能提升广告产品技术提效和基建, 种草和转化的整合投放能力持续提升, 2025Q2 超过 50% 花火商单参与投流起飞投放, 同时深度转化能力提升, 带来 ECPM 显著增长。展望后续, 我们期待公司挖掘多屏多场景的广告潜力, AI 赋能广告素材生成、迭代推荐算法、推出 AI 智能投放产品等, 进一步释放广告增长潜力。
- **《三谋》长线运营可期, 增值业务表现稳健。** 2025Q2 公司游戏收入 16.12 亿元, yoy+60%, qoq-7%, 同比高增主要系《三国: 谋定天下》于 2024 年 6 月上线贡献增量, 2025 年 6 月《三谋》周年庆 DAU 达年内新高。展望后续, 《三谋》有望于 2025 年底上线中国港澳台地区, 并于 2026 年上线日韩等海外地区, 此外公司还储备有三国 IP 策略卡牌游戏《代号: 三国 NCard》等新游, 积极关注新游版号及上线进展。2025Q2 公司增值业务收入 28.37 亿元, yoy+11%, qoq+1%。
- **盈利预测与投资评级:** 公司广告收入增长强劲, 经营杠杆效应体现, 我们上修盈利预测, 预计 2025-2027 年经调整归母净利润分别为 23.28/34.10/45.28 亿元 (此前为 19.35/30.27/42.01 亿元), 对应当前股价经调整 PE 为 31/21/16 倍。看好公司商业化效率提升, 盈利潜力释放, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 游戏流水不及预期, 商业化不及预期, 行业监管风险。

股价走势



市场数据

收盘价(美元)	23.76
一年最低/最高价	12.72/31.77
市净率(倍)	4.98
流通市值(百万美元)	8072.08
总市值(百万美元)	9999.02

基础数据

每股净资产(元,LF)	33.65
资产负债率(%LF)	63.51
总股本(百万股)	420.83
流通股(百万股)	339.73

相关研究

- 《哔哩哔哩(BILI): 2025Q1 业绩点评: 业绩超预期, 用户流量增长显著, 盈利潜力持续释放》
2025-05-22
- 《哔哩哔哩(BILI): 2024Q4 业绩点评: 业绩超预期, 关注广告增长潜力释放》
2025-02-23

哔哩哔哩三大财务预测表

资产负债表(百万元)					利润表(百万元)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	19,756	22,934	25,796	30,002	营业总收入	26,832	30,005	32,691	35,301
现金及现金等价物	13,888	16,961	19,322	23,566	营业成本	18,058	19,011	20,159	21,088
应收账款及票据	1,227	1,500	1,635	1,765	销售费用	4,402	4,368	4,577	4,942
存货	0	0	0	0	管理费用	2,031	2,075	2,092	2,118
其他流动资产	4,641	4,473	4,839	4,671	研发费用	3,685	3,446	3,517	3,624
非流动资产	12,942	12,615	13,720	14,489	其他费用	0	0	0	0
固定资产	2,440	2,350	2,322	2,315	经营利润	-1,344	1,105	2,347	3,528
商誉及无形资产	5,926	5,689	6,822	7,598	利息收入	435	386	387	420
长期投资	3,912	3,912	3,912	3,912	利息支出	89	108	108	108
其他长期投资	0	0	0	0	其他收益	-363	-319	-425	-423
其他非流动资产	664	664	664	664	利润总额	-1,362	1,064	2,200	3,417
资产总计	32,699	35,549	39,516	44,490	所得税	-37	120	220	342
流动负债	14,763	15,494	16,234	16,839	净利润	-1,325	944	1,980	3,076
短期借款	1,572	1,372	1,172	972	少数股东损益	17	4	5	5
应付账款及票据	4,801	5,133	5,443	5,694	归属母公司净利润	-1,347	948	1,985	3,080
其他	8,390	8,989	9,619	10,173	EBIT	-6,368	-815	-1,238	-1,136
非流动负债	3,832	3,832	3,832	3,832	EBITDA	-3,856	145	554	1,196
长期借款	3,264	3,264	3,264	3,264	Non-GAAP	-22	2,328	3,410	4,528
其他	568	568	568	568					
负债合计	18,595	19,326	20,066	20,670	主要财务比率	2024A	2025E	2026E	2027E
股本	421	421	421	421	Non-GAAP 每股收益(元)	-0.05	5.53	8.10	10.76
少数股东权益	-4	4	4	4	每股净资产(元)	33.51	38.55	46.22	56.60
归属母公司股东权益	14,108	16,219	19,447	23,815	发行在外股份(百万股)	421	421	421	421
负债和股东权益	32,699	35,549	39,516	44,490	ROIC(%)	-28.5%	-27.8%	-25.8%	0.0%
					ROE(%)	-9.5%	5.8%	10.2%	12.9%
					毛利率(%)	32.7%	36.6%	38.3%	40.3%
					销售净利率(%)	-5.0%	3.2%	6.1%	8.7%
					资产负债率(%)	56.9%	54.4%	50.8%	46.5%
					收入增长率(%)	19.1%	11.8%	9.0%	8.0%
					净利润增长率(%)	-	-	109.3%	55.2%
					PE (Non-GAAP)	-	30.85	21.07	15.86
					P/B	5.09	4.43	3.69	3.02
					EV/EBITDA	-16.28	411.43	102.78	43.89

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,美元汇率为2025年8月22日的7.1842,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“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,本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下,东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也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报告。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的,应当注明出处为东吴证券研究所,并注明本报告发布人和发布日期,提示使用本报告的风险,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的,应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期(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,新三板基准指数为三板成指(针对协议转让标的)或三板做市指数(针对做市转让标的),北交所基准指数为北证 50 指数),具体如下:

公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对强于基准 5%以上;

中性: 预期未来 6 个月内,行业指数相对基准-5%与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您,不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系,表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况,如具体投资目的、财务状况以及特定需求等,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。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>