

游戏、广告业务持续增长，社区商业化进程加速

——2025 中报业绩点评

2025 年 8 月 22 日

核心观点

- 事件** 公司发布 2025 年中期报告: 2025 年 Q2 公司实现营业收入 73.38 亿元, 同比增长 19.8%; 归母净利润为 2.18 亿元, 同比扭亏为盈; 经调整后净利润为 5.61 亿元, 同比扭亏为盈, 且公司已连续四个季度实现非公认会计准则下的盈利。公司 2025 年第二季度单季度毛利率 36.5%, 单季毛利率实现连续十二个季度环比增长。
- 广告游戏双轮驱动, 关注新游上线进度** 分业务看, **2025Q2 公司游戏业务收入为 16.12 亿元, 同比增长 60.1%**。公司独家代理游戏《三国: 谋定天下》2024 年上线后表现优异, 考虑到 SLG 游戏整体的运营节奏和该游戏上线初期的市场表现, 我们认为该游戏有望为公司带来持续可观业绩, 同时关注《三谋(繁中版)》以及后续储备游戏《逃离鸭科夫》等的上线进度; **2025Q2 公司广告业务收入为 24.49 亿元, 同比增长 20.2%**, 主要由效果广告部分贡献。
- 用户数据稳健增长, 转化逻辑持续验证** 2025 第二季度 B 站 DAU 和 MAU 分别为 1.09 和 3.63 亿, 均保持同比增长, 社区生态仍呈现蓬勃发展的态势。公司专注于提高用户自制视频(PUGV)社区体验, 吸引更多用户并与其共同成长, 考虑到目前哔哩哔哩的用户平均年龄仅 26 岁, 我们认为, 精品内容的不断供给是 B 站社区生态持续繁荣的基石, 有助于维持 B 站用户的黏性, 也将持续验证“内容-用户-付费”的转化逻辑。用户消费力有望得到持续释放。
- 投资建议:** 公司在游戏和广告业务的双轮驱动下, 营收端保持可观增长速度, 同时毛利率不断提升, 连续四个单季经调整归母净利润为正, 费用端长线预期保持平稳, 长期盈利水平持续向好。考虑到游戏业务长线运营和广告业务对增长的持续贡献, 叠加成本端增长的节制, 预计后续毛利率和调整后的净利率仍有增长空间。据此预计公司 2025-2027 年经调整后净利润分别为 21.01/ 29.88/ 38.63 亿元, 对应 PE 分别为 34x/24x/19x, 维持“推荐”评级。
- 风险提示:** 宏观经济不及预期的风险、在线视频行业竞争加剧的风险、新游长线运营表现不及预期的风险、广告及直播业务增长不及预期的风险等。

主要财务指标预测

	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	26,832	30,466	32,900	35,169
收入增长率	19.1%	13.5%	8.0%	6.9%
Non-GAAP 归母净利润	-39	2,101	2,988	3,863
毛利率	32.7%	36.6%	37.5%	37.5%
P/S	2.67	2.35	2.18	2.04
Non-GAAP P/E	-	34.12	23.99	18.56

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

哔哩哔哩-W (9626.HK)

推荐 维持评级

分析师

岳铮

☎: 010-8092-7630

✉: yuezheng_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130522030006

祁天睿

☎: 010-8092-7603

✉: qitianrui_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130525080003

市场数据

2025-8-22

H 股收盘价(港元)	184.70
恒生指数	25,339.14
总股本(万股)	42,083
总市值(亿港元)	777

相对指数表现图



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

相关研究

【银河传媒互联网】公司 2025Q1 业绩点评_哔哩哔哩 (9626.HK) 经营质量持续改善, 用户年轻化价值凸显

附录：

公司财务预测表

资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	19,756	23,783	28,738	33,376
现金	10,249	15,056	20,786	25,916
应收账款及票据	1,227	1,523	1,599	1,661
存货	0	215	229	244
其他	8,280	6,990	6,124	5,556
非流动资产	12,942	10,796	8,603	7,777
固定资产	589	446	319	178
无形资产	5,926	4,252	2,163	1,042
其他	6,427	6,098	6,120	6,557
资产总计	32,699	34,579	37,341	41,153
流动负债	14,763	15,702	16,829	18,199
短期借款	1,572	1,685	1,858	2,000
应付账款及票据	4,801	4,877	5,299	5,683
其他	8,390	9,140	9,673	10,516
非流动负债	3,832	3,799	3,799	3,799
长期债务	3,264	3,264	3,264	3,264
其他	568	535	535	535
负债合计	18,595	19,501	20,628	21,998
储备	13,841	14,812	16,439	18,873
归属母公司股东权益	14,108	15,079	16,707	19,140
少数股东权益	-4	-1	6	15
股东权益合计	14,104	15,078	16,712	19,155
负债和股东权益	32,699	34,579	37,341	41,153

现金流量表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	6,015	3,621	4,453	4,761
净利润	-1,347	950	1,607	2,413
少数股东权益	-17	4	6	10
折旧摊销	2,501	2,258	1,543	674
其他	4,877	409	1,296	1,664
投资活动现金流	-138	1,264	1,301	426
资本支出	-1,755	-440	672	589
其他投资	1,617	1,704	629	-163
筹资活动现金流	-2,825	-99	-44	-78
现金净增加额	3,058	4,807	5,730	5,129

资料来源：Wind，中国银河证券研究院

利润表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	26,832	30,466	32,900	35,169
其他收入	0	0	0	0
营业成本	18,058	19,317	20,573	21,972
销售费用	4,402	4,418	4,606	4,748
管理费用	0	2,133	2,303	2,462
研发费用	3,685	3,656	3,619	3,517
财务费用	-346	-193	-185	-195
除税前溢利	-1,400	983	1,655	2,489
所得税	-37	29	41	67
净利润	-1,364	954	1,613	2,422
少数股东损益	-17	4	6	10
归母净利润	-1,347	950	1,607	2,413
Non-GAAP 归母净利润	-39	2,101	2,988	3,863

主要财务比率	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入增速	19.10%	13.55%	7.99%	6.90%
毛利率	32.70%	36.59%	37.47%	37.53%
销售净利率	-5.02%	3.12%	4.88%	6.86%
Non-GAAP ROE	-0.28%	13.93%	17.88%	20.18%
资产负债率	56.87%	56.39%	55.24%	53.45%
净负债比率	-38.38%	-67.03%	-93.73%	-107.81%
流动比率	1.34	1.51	1.71	1.83
速动比率	1.33	1.49	1.69	1.81
总资产周转率	0.81	0.91	0.91	0.90
应收账款周转率	19.16	22.16	21.07	21.58
应付账款周转率	3.95	3.99	4.04	4.00
Non-GAAP 每股收益	-0.09	4.99	7.10	9.18
每股经营现金流	14.28	8.60	10.58	11.31
每股净资产	33.49	35.83	39.70	45.48
Non-GAAP P/E	-	34.12	23.99	18.56
P/B	5.09	4.75	4.29	3.74
P/S	2.67	2.35	2.18	2.04

分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。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的具体推荐或观点直接或间接相关。

岳铮，传媒互联网行业分析师，约翰霍普金斯大学硕士，2020 年加入银河证券研究院，从事传媒互联网行业研究工作。

祁天睿，传媒互联网行业分析师，毕业于清华大学（本科）、复旦大学（硕士），2023 年加入银河证券研究院。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒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。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

评级标准

评级标准	评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 到 12 个月行业指数（或公司股价）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，北交所市场以北证 50 指数为基准，香港市场以恒生指数为基准。	行业评级	推荐：相对基准指数涨幅 10%以上
		中性：相对基准指数涨幅在-5%~10%之间
		回避：相对基准指数跌幅 5%以上
	公司评级	推荐：相对基准指数涨幅 20%以上
		谨慎推荐：相对基准指数涨幅在 5%~20%之间
		中性：相对基准指数涨幅在-5%~5%之间
		回避：相对基准指数跌幅 5%以上

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

北京市丰台区西营街 8 号院 1 号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：程 曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

上海地区：陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

李洋洋 021-20252671 liyangyang_yj@chinastock.com.cn

北京地区：田 薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

褚 颖 010-80927755 chuying_yj@chinastock.com.cn