

传媒

2025年08月25日

# 哔哩哔哩-W (09626)

## ——25Q2 广告依然亮眼，盈利能力持续提升

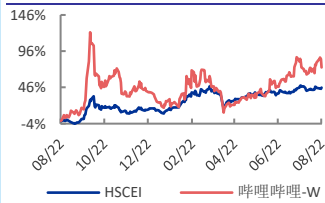
报告原因：有业绩公布需要点评

### 买入 (维持)

市场数据：2025年08月22日

收盘价 (港币)	184.70
恒生中国企业指数	9079.93
52周最高/最低 (港币)	238.80/98.90
H股市值 (亿港元)	777.28
流通H股 (百万股)	339.73
汇率 (人民币/港币)	1.0955

一年内股价与基准指数对比走势：



资料来源：Bloomberg

相关研究

证券分析师

林起贤 A0230519060002  
linqx@swsresearch.com  
夏嘉励 A0230522090001  
xiajl@swsresearch.com

联系人

夏嘉励  
(8621)23297818×  
xiajl@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

事件：

- 哔哩哔哩 25Q2 实现营业收入 73.4 亿元，同比增长 20%，略超彭博一致预期；调整后归母净利润 5.6 亿元，对应利润率 7.7%，同比扭亏为盈，超彭博一致预期 8%。

投资要点：

- **用户增长与粘性淡季不淡。**根据公司财报，25Q2 整体 MAU 为 3.63 亿，同比增长 8% (Q1 有春晚直播合作，为 8%)；DAU 为 1.09 亿，同比增长 7%；人均单日使用时长 105 分钟，同比增加 6 分钟。新用户更年轻，25Q2 新用户平均年龄为 22 岁 (Q1 为 23 岁)。
- **广告业务 25Q2 超预期，H2 有望继续保持亮眼增长。**根据公司财报，25Q2 广告收入为 24.5 亿元，同比增长 20% (环比未降速，Q1 为 20%)。其中，广告主数量同比增长超 20%；效果广告收入同比增长 30%。哔哩哔哩后续广告增长动力来自于：1) 高粘性用户消费能力逐渐释放；2) AI 继续体现效果，AI 提升推荐精准度提升广告转化效率，带动 eCPM 增长；AIGC 工具辅助生成广告素材。
- **游戏业务 25Q2 符合预期，关注后续 Pipeline。**根据公司财报，25Q2 游戏收入为 16.1 亿元，同比增长 60%；增量为《三国：谋定天下》贡献 (24Q3 起在报表体现)。《三国 Ncard》等多款游戏在等待版号。
- **增值业务 25Q2 符合预期，充电业务起量。**根据公司财报，25Q2 增值服务收入为 28.4 亿元，同比增长 11%。大会员数量为 2370 万，同比净增 140 万，环比净增 20 万；超 80% 为年费或自动续订用户。直播业务仍在增长。充电收入起量，25H1 充电收入增长超 100%；挖掘 PUGC 优质内容商业化价值，平台业务起量将提升公司整体变现确定性。
- **IP 衍生品及其他业务 25Q2 低预期，仍在调整期，中长期潜力大。**根据公司财报，25Q2 IP 衍生品及其他收入为 4.4 亿元，同比下滑 15%。
- **利润率持续提升。**根据公司财报，25Q2 毛利率为 36.5%，符合预期，已实现连续 12 个季度环比提升。费用仍在有效控制，三费同比微增，环比减少。调整后经营利润率 25Q2 已提升至 7.8%，25Q4 计划提升至 10%，中期目标 15-20%。
- **维持买入评级。**公司广告业务增长较好+有效控制费用，我们上调 25-27 年调整后归母净利润预测为 24.52/32.83/41.92 亿元 (原预测为 20.49/29.47/35.07 亿元)，维持买入评级。
- **风险提示：**游戏流水不及预期，广告增长不及预期。

财务数据及盈利预测

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	22,528	26,832	29,969	32,900	35,459
同比增长率 (%)	2.9	19	12	10	8
归母净利润 (百万元)	-3,425	-22	2,452	3,283	4,192
同比增长率 (%)	48.8	99	11,192	34	28
每股收益 (元/股)	-8.29	-0.05	5.83	7.80	9.96
净资产收益率 (%)	-23.78	-0.16	12.16	12.14	12.06
市盈率	-	-	29	22	17
市净率	-	-	-	-	-

注：“每股收益”为归属于母公司所有者的调整后净利润除以总股本

## 合并利润表

百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
收入	22,528	26,832	29,969	32,900	35,459
营业成本	-17,086	-18,058	-18,987	-20,475	-21,482
毛利	5,442	8,774	10,982	12,425	13,976
其他收入	-339	-363	-295	-229	-306
销售费用	-3,916	-4,402	-4,417	-4,439	-4,749
管理费用	-2,122	-2,031	-2,017	-2,139	-2,305
研发费用	-4,467	-3,685	-3,513	-3,784	-3,900
EBIT	-5,111	-1,746	740	1,835	2,716
财务费用	378	346	260	253	309
税前利润	-5,025	-1,362	1,000	2,088	3,025
所得税	-79	37	75	-209	-302
少数股东权益	-11	17	12	12	12
归母净利润 (GAAP)	-4,822	-1,347	1,087	1,892	2,735
调整项	1,398	1,325	1,364	1,392	1,457
<b>归母净利润 (Non-GAAP)</b>	<b>-3,425</b>	<b>-22</b>	<b>2,452</b>	<b>3,283</b>	<b>4,192</b>

资料来源：聚源数据，申万宏源研究

## 信息披露

### 证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

### 与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 [compliance@swsresearch.com](mailto:compliance@swsresearch.com) 索取有关披露资料或登录 [www.swsresearch.com](http://www.swsresearch.com) 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

### 机构销售团队联系人

华东组	茅炯	021-33388488	maojiong@swhy.com
银行团队	李庆	021-33388245	liqing3@swhy.com
华北组	肖霞	010-66500628	xiaoxia@swhy.com
华南组	张晓卓	13724383669	zhangxiaozhuo@swhy.com
华东创新团队	朱晓艺	021-33388860	zhuxiaoyi@swhy.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swhy.com

### 股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	： 相对强于市场表现 20%以上；
增持 (Outperform)	： 相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	： 相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
减持 (Underperform)	： 相对弱于市场表现 5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	： 行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	： 行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	： 行业弱于整体市场表现。

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取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数： 沪深 300 指数

### 法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国境内（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的真实性、准确性或完整性。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。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司强烈建议客户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。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。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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。