

# 哔哩哔哩 (BILI)

## 利润端超预期，游戏和广告业务增长强劲

证券研究报告

2025 年 08 月 27 日

投资评级

6 个月评级

买入 (维持评级)

作者

孔蓉

分析师

SAC 执业证书编号: S1110521020002  
kongrong@tfzq.com

杨雨辰

分析师

SAC 执业证书编号: S1110521110001  
yuchenyang@tfzq.com

相关报告

- 1 《哔哩哔哩-公司研究简报:收入利润均超预期，广告和游戏业务表现强劲》 2025-03-08
- 2 《哔哩哔哩-公司研究简报:经调整净利润首次转正，三谋驱动游戏收入持续增长》 2024-11-19
- 3 《哔哩哔哩-公司研究简报:降本增效下亏损收窄，三谋驱动游戏收入同比增长》 2024-08-28

公司发布 2025Q2 财报。25Q2 收入为 73.4 亿元，基本符合彭博一致预期。经调整净利润为 5.6 亿元，超彭博一致预期 8.1%。

运营情况方面，用户端：本季度 DAU 1.09 亿；MAU 3.63 亿；MPU 3100 万；用户日均使用时长为 105 分钟。创作者端：本季度获得收入的 UP 主数量约 200 万，粉丝数超过 1000/10000/100000/1000000 的 UP 主数量均同比增长超 20%，通过广告获得收入的 UP 主数量同比增长 19%，通过直播获得收入的 UP 主数量同比增长 49%。

分业务看：

1) **移动游戏**：本季度收入 16.1 亿元，同比增长 60%，主要由于《三国：谋定天下》的持续强劲表现，以及《命运 - 冠位指定》、《碧蓝航线》两款游戏的稳定贡献，这两款游戏近期分别迎来上线 9 周年与 8 周年。公司于 5 月 31 日推出第八赛季升级版本，新增玩法、角色与游戏内活动，并辅以针对性营销推广。通过优化新用户引导流程、付费变现路径与回归用户体验，该游戏的用户活跃度与留存率均保持良好水平。公司正推进新赛季开发、试点小游戏产品，并计划于今年晚些时候启动《三国：谋定天下》的海外发行工作。游戏储备方面，目前有多款游戏处于审批阶段，涵盖多款二次元题材游戏与休闲游戏。

2) **广告**：本季度收入 24.5 亿元，同比增长 20%，主要由于效果广告收入强劲增长。本季度 eCPM 同比提升超 10%，效果广告收入同比增长约 30%。公司持续推进广告基础设施建设，通过推荐算法、创意生成与智能广告投放优化广告转化效率。公司对 AIGC 工具的升级助力广告主规模化生成表现优异的广告创意素材，本季度约 10% 的新增广告标题与超 30% 的广告封面通过这些工具制作。公司推出智能广告投放工具，可实时完成广告预算分配、投放顺序调整与效果监测。

3) **VAS**：本季度收入 28.4 亿元，同比增长 11%，主要由于直播和其他增值服务收入增加。公司核心策略是优化直播业务运营，通过培育更多优质直播内容、丰富变现模式，支撑业务稳健增长。付费会员业务保持稳定增长，期末会员数量达 2370 万，其中超 80% 用户选择年度会员或自动续费方案。

4) **IP 及衍生品**：本季度收入 4.4 亿元，同比下降 15%。

**毛利率同比提升，盈利能力加强**。成本端，营业成本为 46.6 亿元，其中收入分成成本为 29.7 亿元。毛利端，毛利润为 26.8 亿元，毛利率达 36.5%，同比提升 6.6pcts；利润端，经调整净利润为 5.6 亿元，同比扭亏为盈。

**投资建议**：我们认为，公司降本增效成果显著，本季度实现扭亏为盈，长期有望受益于“自研精品，全球发行”战略，未来建议持续关注商业化进程。考虑到公司新游戏发布节奏的不确定性，我们预测 2025-2027 年的收入分别为 301/326/356 亿元（前值 301/330/360 亿元），Non-GAAP 净利润为 23/33/46 亿元（前值 23/35/50 亿元），维持“买入”评级。

**风险提示**：DAU/MAU 增长速度不及预期；中概股监管政策进一步趋严；数据监管政策进一步趋严；DAU/MAU 进一步下滑；商业化恢复进程不达预期，游戏研发和上线不及预期

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

### 投资评级声明

| 类别     | 说明                             | 评级   | 体系                |
|--------|--------------------------------|------|-------------------|
| 股票投资评级 | 自报告日后的 6 个月内，相对同期标普 500 指数的涨跌幅 | 买入   | 预期股价相对收益 20%以上    |
|        |                                | 增持   | 预期股价相对收益 10%-20%  |
|        |                                | 持有   | 预期股价相对收益 -10%-10% |
|        |                                | 卖出   | 预期股价相对收益 -10%以下   |
| 行业投资评级 | 自报告日后的 6 个月内，相对同期标普 500 指数的涨跌幅 | 强于大市 | 预期行业指数涨幅 5%以上     |
|        |                                | 中性   | 预期行业指数涨幅 -5%-5%   |
|        |                                | 弱于大市 | 预期行业指数涨幅 -5%以下    |

### 天风证券研究

| 北京                    | 海口                                       | 上海                       | 深圳                          |
|-----------------------|------------------------------------------|--------------------------|-----------------------------|
| 北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层 | 海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房 | 上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 | 深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 |
| 邮编：100088             | 邮编：570102                                | 邮编：200086                | 邮编：518000                   |
| 邮箱：research@tfzq.com  | 电话：(0898)-65365390                       | 电话：(8621)-65055515       | 电话：(86755)-23915663         |
|                       | 邮箱：research@tfzq.com                     | 传真：(8621)-61069806       | 传真：(86755)-82571995         |
|                       |                                          | 邮箱：research@tfzq.com     | 邮箱：research@tfzq.com        |