

哔哩哔哩-W (09626.HK)

用户活跃增强，利润结构优化

哔哩哔哩发布 2025 年二季度业绩。哔哩哔哩 2025Q2 录得收入 73 亿元，同比增长 19.8%。从业务类型角度，移动游戏/增值服务/广告/IP 衍生品及其他各录得收入 16/28/24/4 亿元，同比增长 60.1%/10.6%/20.2/-14.8%。本季度公司毛利润为 27 亿元，同比增加 46.0%，毛利率达 36.5%。本季度哔哩哔哩 non-GAAP 归母净利润约 5.6 亿元，non-GAAP 净利润率约 7.7%。

用户规模创新高，粘性与付费能力同步增强。哔哩哔哩 2025Q2 日均活跃用户达 1.09 亿，同比增长 7%，创历史新高。月均活跃用户达 3.63 亿，同比增长 8%。活跃用户平均年龄为 26 岁，用户的日均使用时长为 105 分钟，同比增加 6 分钟。月均付费用户超 3100 万，同比增长 9%。

广告业务保持强劲增长，效果广告为主要驱动力。一方面，公司通过升级推荐算法、创意生成和智能投放工具，显著提升了广告转化效率。效果广告收入同比增长 30%，成为整体广告收入增长的核心驱动力。另一方面，平台对新广告主的吸引力持续增强，本季度广告主数量同比提升超过 20%。从行业分布来看，游戏、数码家电、网络服务、电商及汽车是投放规模最大的五大垂类，其中游戏开发者的投放最高。

多款游戏领跑销量榜，期待新游发行的市场反应。《三国：谋定天下》、《命运-冠位指定》和《碧蓝航线》等游戏迎来周年庆，领跑畅销榜，分别位列畅销榜第二、第四和第十一。哔哩哔哩同时也在通过推出新游，扩大产品组合。其中，新游《逃离鸭科夫》《嘟嘟脸恶作剧》已正式获批。

展望后续，一方面我们看好现有长青游戏带来的稳健收入，另一方面我们也期待《逃离鸭科夫》《嘟嘟脸恶作剧》等新游的市场发行表现。

重申“增持”评级。我们看好哔哩哔哩未来广告和游戏的发展潜力，随着未来广告和游戏加总收入的占比持续高企、内容分成和其他费用占收入比持续下降，公司毛利率和净利润率有望持续改善。我们预计哔哩哔哩 2025-2027 年收入为 303/332/363 亿元，yoy+13.0%/9.5%/9.3%；non-GAAP 归母净利 24/35/42 亿元。我们给予公司 (BILI.O) / (9626.HK) 目标价 26 美金/203 港币，对应 23x 2026e P/E，重申“增持”评级。

风险提示：用户增长不及预期，游戏反馈不及预期，变现效率不及预期。

财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	22,528	26,832	30,324	33,194	36,287
增长率 yoy (%)	2.9	19.1	13.0	9.5	9.3
Non-GAAP 归母净利润 (百万元)	-3,425	-22	2,397	3,545	4,224
增长率 yoy (%)	48.8	99.4	10942.3	47.9	19.2
Non-GAAP EPS (元/股)	-8.3	-0.1	5.5	8.1	9.7
净资产收益率 (%)	-33.5	-9.5	6.3	11.8	13.1
P/E (倍)	-19.7	-3068.9	29.4	20.1	16.9
P/S (倍)	3.0	2.5	2.3	2.1	2.0

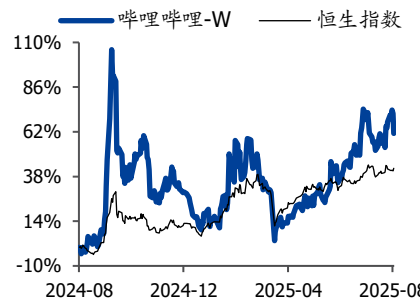
资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2025 年 08 月 26 日收盘价

增持 (维持)

股票信息

行业	海外
前次评级	增持
08 月 26 日收盘价 (港元)	180.1
总市值 (百万港元)	78,770.48
总股本 (百万股)	437.37
其中自由流通股 (%)	98.09
30 日日均成交量 (百万股)	5.74

股价走势



作者

分析师 夏君

执业证书编号: S0680519100004

邮箱: xiajun@gszq.com

相关研究

- 《哔哩哔哩-W (09626.HK): 用户粘性可观, 商业化持续升级》 2025-07-23
- 《哔哩哔哩-W (09626.HK): 利润结构持续优化》 2025-05-25
- 《哔哩哔哩-W (09626.HK): 季度全面盈利, 聚焦 AI 时代优质内容》 2025-02-24

财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	18,727	19,756	28,333	36,057	41,110
现金	7,192	10,249	17,681	25,275	29,790
应收票据及应收账款	1,574	1,227	2,024	2,253	2,422
其他应收款	0	0	0	0	0
预付账款	2,063	1,935	2,322	2,261	2,668
存货	0	0	0	0	0
其他流动资产	7,898	6,345	6,307	6,268	6,230
非流动资产	14,432	12,942	12,601	12,559	12,660
长期投资	4,367	3,912	4,139	4,366	4,594
固定资产	715	589	699	761	796
无形资产	5,694	5,052	4,373	4,042	3,880
其他非流动资产	3,657	3,389	3,389	3,389	3,389
资产总计	33,159	32,699	40,934	48,616	53,770
流动负债	18,104	14,763	17,232	22,894	25,469
短期借款	7,456	1,572	4,812	8,052	11,293
应付票据及应付账款	4,334	4,801	4,924	5,546	5,716
其他流动负债	6,314	8,390	7,496	9,296	8,460
非流动负债	651	3,832	8,656	8,656	8,656
长期借款	1	3,264	8,089	8,089	8,089
其他非流动负债	650	568	568	568	568
负债合计	18,755	18,595	25,889	31,551	34,125
少数股东权益	12	-4	-8	-11	-14
股本	0	0	0	0	0
资本公积	40,445	41,454	41,454	41,454	41,454
留存收益	-26,054	-27,346	-26,401	-24,378	-21,795
归属母公司股东权益	14,392	14,108	15,053	17,076	19,659
负债和股东权益	33,159	32,699	40,934	48,616	53,770

现金流量表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	267	6015	1311	6298	3219
净利润	-4812	-1364	941	2020	2580
折旧摊销	2730	2327	2324	2024	1882
财务费用	378	346	420	610	684
投资损失	897	539	0	0	0
营运资金变动	449	3154	-1955	2253	-1243
其他经营现金流	-19865	-36677	-27846		-27846
投资活动现金流	1762	-138	-1944	-1944	-1944
资本支出	-1330	-1755	-1755	-1755	-1755
长期投资	-133	-227	-227	-227	-227
其他投资现金流	3225	1844	38	38	38
筹资活动现金流	-5075	-2825	8065	3240	3240
短期借款	-82	3240	3240	3240	3240
少数股东注资	-7	0	0	0	0
发行普通股所得款项	2689	0	0	0	0
发行可转换优先票	0	-118	0	0	0
据所得款项					
其他筹资现金流	-7675	-5948	4825	0	0
现金净增加额	-2946	3058	7432	7594	4515

利润表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	22,528	26,832	30,324	33,194	36,287
营业成本	17,086	18,058	19,225	20,697	22,263
营业税金及附加	0	0	0	0	0
销售费用	3,916	4,402	4,402	4,277	4,623
管理费用	2,122	2,031	2,111	2,239	2,448
研发费用	4,467	3,685	3,523	3,720	4,067
财务费用	-378	-346	-420	-610	-684
资产减值损失	36	69	47	47	47
其他收益	133	175	-15	-18	-18
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	-436	-470	-259	-280	-280
资产处置收益	0	0	0	0	0
营业利润	-5,064	-1,344	1,064	2,261	2,886
营业外收入	0	0	0	0	0
营业外支出	0	0	0	0	0
利润总额	-5,064	-1,344	1,064	2,261	2,886
所得税	79	-37	221	505	645
净利润	-4,812	-1,364	941	2,020	2,580
少数股东损益	11	-17	-4	-3	-3
归属母公司净利润	-4,822	-1,347	945	2,023	2,583
non-gaap 归母净利	-3,425	-22	2,397	3,545	4,224
Non-GAAP EPS (元/股)	-8.3	-0.1	5.5	8.1	9.7

主要财务比率

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入(%)	2.9	19.1	13.0	9.5	9.3
营业利润(%)	39.4	73.5	179.1	112.5	27.7
归属于母公司净利润(%)	35.7	72.1	170.1	114.2	27.7
获利能力					
毛利率(%)	24.2	32.7	36.6	37.6	38.6
净利率(%)	-21.4	-5.1	3.1	6.1	7.1
ROE(%)	-33.5	-9.5	6.3	11.8	13.1
ROIC(%)	-25.3	-8.7	1.8	3.9	4.4
偿债能力					
资产负债率(%)	56.6	56.9	63.2	64.9	63.5
净负债比率(%)	34.1	42.1	31.7	31.7	27.4
流动比率	1.0	1.3	1.6	1.6	1.6
速动比率	1.0	1.3	1.6	1.6	1.6
营运能力					
总资产周转率	0.6	0.8	0.8	0.7	0.7
应收账款周转率	15.5	19.2	18.7	15.5	15.5
应付账款周转率	4.0	4.0	4.0	4.0	4.0
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	-8.3	-0.1	5.5	8.1	9.7
每股经营现金流(最新摊薄)	0.6	14.4	3.0	14.4	7.4
每股净资产(最新摊薄)	34.9	33.9	34.7	39.0	44.9
估值比率					
P/E	-19.7	-3,068.9	29.4	20.1	16.9
P/S	3.0	2.5	2.3	2.1	2.0
P/B	4.7	4.8	4.7	4.2	3.6

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2025年08月26日收盘价

图表 1: 哔哩哔哩财务预测: 年度

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
收入 (百万元)					
总收入	22,528	26,832	30,324	33,194	36,287
游戏	4,021	5,610	6,470	7,051	7,735
直播及增值服务	9,910	10,999	12,164	13,127	14,125
广告	6,412	8,189	9,812	11,139	12,521
IP 衍生品及其他	2,185	2,033	1,877	1,877	1,905
增速					
总收入	3%	19%	13%	9%	9%
游戏	-20%	40%	15%	9%	10%
直播及增值服务	14%	11%	11%	8%	8%
广告	27%	28%	20%	14%	12%
IP 衍生品及其他	-29%	-7%	-8%	0%	1%
占比					
游戏	18%	21%	21%	21%	21%
直播及增值服务	44%	41%	40%	40%	39%
广告	28%	31%	32%	34%	35%
IP 衍生品及其他	10%	8%	6%	6%	5%
毛利润 (百万元)					
毛利润	5,442	8,774	11,099	12,497	14,024
毛利率	24.2%	32.7%	36.6%	37.6%	38.6%
销售费用率					
销售费用率	17.4%	16.4%	14.5%	12.9%	12.7%
管理费用率					
管理费用率	9.4%	7.6%	7.0%	6.7%	6.7%
研发费用率					
研发费用率	19.8%	13.7%	11.6%	11.2%	11.2%
Non-GAAP 经营利润 (百万元)					
Non-GAAP 经营利润	-3,385	-61	2,407	3,696	4,441
Non-GAAP 经营利润率	-15.0%	-0.2%	7.9%	11.1%	12.2%
Non-GAAP 归母净利润 (百万元)					
Non-GAAP 归母净利润	-3,425	22	2,397	3,545	4,224
Non-GAAP 归母净利润率	-15.2%	-0.1%	7.9%	10.7%	11.6%
Non-GAAP EPS (元)					
Non-GAAP EPS	-8.3	-0.1	5.7	8.5	10.1

资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 2: 哔哩哔哩财务预测: 季度

	1Q25	2Q25	3Q25e	4Q25e	1Q26e	2Q26e	3Q26e	4Q26e
收入 (百万元)								
总收入	7,003	7,338	7,778	8,205	7,583	8,089	8,543	8,980
游戏	1,731	1,612	1,611	1,515	1,765	1,799	1,794	1,694
直播及增值服务	2,807	2,837	3,129	3,391	3,040	3,070	3,374	3,643
广告	1,998	2,449	2,504	2,861	2,311	2,780	2,842	3,206
IP 衍生品及其他	467	440	533	437	467	440	533	437
增速								
总收入	24%	20%	6%	6%	8%	10%	10%	9%
游戏	76%	60%	-12%	-16%	2%	12%	11%	12%
直播及增值服务	11%	11%	11%	10%	8%	8%	8%	7%
广告	20%	20%	20%	20%	16%	14%	14%	12%
IP 衍生品及其他	-4%	-15%	-6%	-6%	0%	0%	0%	0%
占比								
游戏	25%	22%	21%	18%	23%	22%	21%	19%
直播及增值服务	40%	39%	40%	41%	40%	38%	39%	41%
广告	29%	33%	32%	35%	30%	34%	33%	36%
IP 衍生品及其他	7%	6%	7%	5%	6%	5%	6%	5%
毛利润 (百万元)								
毛利润	2,539	2,676	2,844	3,040	2,825	3,047	3,226	3,399
毛利率	36.3%	36.5%	36.6%	37.1%	37.3%	37.7%	37.8%	37.9%
销售费用率								
销售费用率	16.7%	14.3%	13.9%	13.5%	12.9%	12.9%	12.9%	12.9%
管理费用率								
管理费用率	7.4%	6.9%	6.8%	6.7%	6.7%	6.7%	6.7%	6.7%
研发费用率								
研发费用率	12.0%	11.8%	11.5%	11.2%	11.2%	11.2%	11.2%	11.2%
Non-GAAP 经营利润 (百万元)								
Non-GAAP 经营利润	342	573	675	816	818	903	960	1,015
Non-GAAP 经营利润率	4.9%	7.8%	8.7%	9.9%	10.8%	11.2%	11.2%	11.3%
Non-GAAP 归母净利润 (百万元)								
Non-GAAP 归母净利润	363	562	678	794	796	868	917	964
Non-GAAP 归母净利润率	5.2%	7.7%	8.7%	9.7%	10.5%	10.7%	10.7%	10.7%
Non-GAAP EPS (元)								
Non-GAAP EPS	0.9	1.3	1.6	1.9	1.9	2.1	2.2	2.3

资料来源: wind, 国盛证券研究所

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。投资者应当充分考虑自身特定状况，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。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在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。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均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。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在 -5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市东城区永定门西滨河路 8 号院 7 楼中海地产广场东塔 7 层

邮编：100077

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦东新区南洋泾路 555 号陆家嘴金融街区 22 栋

邮编：200120

电话：021-38124100

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路 100 号鼎和大厦 24 楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com