

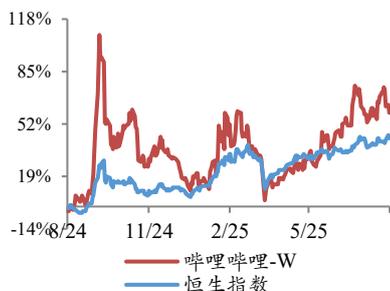
## 广告收入稳健增长，利润侧持续提升

投资评级：买入（维持）

报告日期：2025-08-28

收盘价（港元）	172.60
近 12 个月最高/最低（港元）	238.8/110.4
总股本（百万股）	421
流通股本（百万股）	421
流通股比例（%）	100.00
总市值（亿港元）	727
流通市值（亿港元）	727

### 公司价格与恒生指数走势比较



分析师：金荣

执业证书号：S0010521080002

邮箱：jinrong@hazq.com

### 主要观点：

#### ● 25Q2 业绩：

25Q2 公司实现营收 73.38 亿元，yoy+19.8%；25Q2 经调整归母净利润为 5.61 亿元，同比扭亏为盈。二季度公司实现毛利率 36.5%，同比增加 6.5pct。

分业务看，移动游戏收入 16.1 亿元，符合预期，yoy+60%；增值服务收入 28.4 亿元，符合预期，yoy+11%；广告小超预期（24.5 亿元 vs 24.2 亿元 consensus），yoy+20%；IP 衍生品及其他收入 4.4 亿元，yoy-15%。

#### ● 《三谋》上线一周年，长青游戏稳健运营

《三国：谋定天下》上线一周年稳健运营，持续为公司游戏业务贡献增量。另外二季度《命运—冠位指定》和《碧蓝航线》分别迎来发行 9 周年及 8 周年，周年活动带动玩家游玩情绪。预计《三国：谋定天下》在四季度海外上线，有望带来流水增量。公司不断完善产品组合，后续多款储备游戏有望过审上线。

#### ● 核心用户健康增长，内容+算法催化广告业务正向增长

公司上半年持续提供优质内容，增加用户互动场景，实现 DAU1.08 亿，yoy+6%；MAU 达 3.65 亿，yoy+8%。上半年用户日均使用时长同比增长 3.9%至 106min，月付费用户数达 0.32 亿，yoy+10%。优质内容与迭代的推荐算法和投放模式不断提升广告主 ROI，拉动整体广告业务增长。上半年公司广告业务客户数量同比增长超 20%，投放预算有所增加，排名前五的广告垂类分别为：游戏、数码家电、网络服务、电商及汽车。

#### ● 投资建议

预计 25/26/27 年公司实现收入 300.8/331.2/361.5 亿元，前次预测值分别为 300.4/330.7/362.6 亿元，实现经调整归母净利润 21.1/29.6/38.9 亿元，前次预测值 25/26/27 年分别为 18.2/28.1/39.2 亿元。维持“买入”评级。

#### ● 风险提示

互联网内容行业竞争加剧；商业化不及预期；用户增长不及预期；内容质量不及预期，宏观经济不及预期等。

### 相关报告

1.哔哩哔哩 25Q1 业绩点评：《三谋》稳健运营，利润侧持续改善 2025-05-22

2.哔哩哔哩 24Q4 业绩点评：利润转正后增势不减，盈利能力不断验证 2025-02-24

## ● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	26,832	30,084	33,119	36,154
(+/-) (%)	19.1%	12.1%	10.1%	9.2%
经调整归母净利润	-22	2,114	2,963	3,891
(+/-) (%)	99.4%	9779.5%	40.1%	31.3%
EPS (NON-GAAP)	-0.05	5.12	7.17	9.42
P/E (NON-GAAP)	—	31.95	22.80	17.36

资料来源: wind, 华安证券研究所

**财务报表与盈利预测**

单位：百万元

资产负债表	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>流动资产</b>	<b>18,621</b>	<b>20,913</b>	<b>24,525</b>	<b>28,504</b>
现金	7,126	9,788	13,055	17,418
应收账款	1,883	1,993	2,274	2,384
存货	473	218	524	272
其他	9,139	8,915	8,672	8,431
<b>非流动资产</b>	<b>13,425</b>	<b>12,427</b>	<b>11,436</b>	<b>10,452</b>
固定资产	668	630	600	576
无形资产	5,953	5,553	5,153	4,752
租赁土地	0	0	0	1
权益性投资	1,802	1,742	1,682	1,621
其他	5,002	4,502	4,002	3,502
<b>资产总计</b>	<b>32,046</b>	<b>33,340</b>	<b>35,961</b>	<b>38,956</b>
<b>流动负债</b>	<b>18,200</b>	<b>18,550</b>	<b>19,078</b>	<b>19,161</b>
短期借款	7,456	7,456	7,456	7,456
应付账款	3,761	3,866	4,327	4,464
其他	6,984	7,229	7,296	7,241
<b>非流动负债</b>	<b>651</b>	<b>651</b>	<b>651</b>	<b>651</b>
长期借款	1	1	1	1
其他	650	650	650	650
<b>负债合计</b>	<b>18,851</b>	<b>19,201</b>	<b>19,729</b>	<b>19,812</b>
少数股东权益	-4	16	94	207
股本	0	0	0	0
留存收益和资本公积	13,199	14,123	16,138	18,937
归属母公司股东权益	13,199	14,123	16,138	18,937
<b>负债和股东权益</b>	<b>32,046</b>	<b>33,340</b>	<b>35,961</b>	<b>38,956</b>

单位：百万元

现金流量表	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>经营活动现金流</b>	<b>-1,089</b>	<b>2,000</b>	<b>2,680</b>	<b>3,712</b>
净利润	-1,347	769	1,861	2,644
资产折旧与摊销	647	638	630	625
营运资金的变动	-864	220	-316	-32
其他非现金调整	474	374	506	474
<b>投资活动现金流</b>	<b>958</b>	<b>732</b>	<b>764</b>	<b>930</b>
处置固定资产取得的收益	-402	-129	-96	72
资本性支出	-200	-200	-200	-200
其他	1,560	1,060	1,060	1,057
<b>筹资活动现金流</b>	<b>65</b>	<b>-71</b>	<b>-177</b>	<b>-279</b>
债权融资	0	0	0	0
股权融资	154	154	154	154
支付的利息和股利	-89	-226	-331	-434
其他	0	0	0	0
<b>现金净增加额</b>	<b>-66</b>	<b>2,661</b>	<b>3,268</b>	<b>4,362</b>

资料来源：公司公告，华安证券研究所

单位：百万元

利润表	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>营业总收入</b>	<b>26,832</b>	<b>30,084</b>	<b>33,119</b>	<b>36,154</b>
营业成本	18,058	18,919	20,325	21,811
销售费用	4,402	4,655	4,865	5,346
管理费用	2,031	2,064	2,166	2,431
研发费用	3,685	3,691	3,899	4,008
营业利润	-1,344	754	1,864	2,559
投资收入净额	-470	-303	-527	-362
利息收入	435	416	464	506
利息支出	-89	-226	-331	-434
汇兑净收益	-69	-102	-166	-217
其他收益/(支出)净额-非经营	175	277	596	651
债务清偿收益/亏损	-38.629	-0.02	0	0
除税前溢利	-1,400	816	1,901	2,703
所得税	37	-27	38	54
<b>净利润</b>	<b>-1,364</b>	<b>789</b>	<b>1,939</b>	<b>2,757</b>
少数股东损益	-17	20	78	113
<b>归母净利润</b>	<b>-1347</b>	<b>769</b>	<b>1861</b>	<b>2644</b>
<b>归母净利润 (NON-GAAP)</b>	<b>-22</b>	<b>2114</b>	<b>2963</b>	<b>3891</b>
EBITDA	-697	1391	2495	3184
EPS	-3.2	1.9	4.5	6.4
EPS (NON-GAAP)	-0.1	5.1	7.2	9.4

主要财务比率	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>成长能力</b>				
营业收入	19.1%	12.1%	10.1%	9.2%
营业利润	73.5%	156.1%	147.4%	37.2%
归母净利润	72.1%	157.1%	141.8%	42.1%
<b>获利能力</b>				
毛利率	32.7%	37.1%	38.6%	39.7%
净利率	-5.1%	2.6%	5.9%	7.6%
ROE	-10.2%	5.4%	11.5%	14.0%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	58.8%	57.6%	54.9%	50.9%
净负债比率	0.03	-0.16	-0.34	-0.52
流动比率	1.02	1.13	1.29	1.49
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.84	0.90	0.92	0.93
应收账款周转率	15.52	15.52	15.52	15.52
应付账款周转率	4.46	4.96	4.96	4.96
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	-0.05	5.12	7.17	9.42
每股经营现金	-2.59	4.84	6.49	8.99
每股净资产	31.34	34.23	39.30	46.35
<b>估值比率</b>				
P/E	—	32.0	22.8	17.4
P/B	4.2	4.8	4.2	3.5

## 分析师与研究助理简介

**分析师:** 金荣, 香港中文大学经济学硕士, 天津大学数学与应用数学学士, 曾就职于申万宏源证券研究所及头部互联网公司, 金融及产业复合背景, 善于结合产业及投资视角进行卖方研究。2015 年水晶球第三名及 2017 年新财富第四名核心成员。执业证书编号: S0010521080002

## 重要声明

### 分析师声明

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, 以勤勉的执业态度、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, 本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息, 本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿, 分析结论不受任何第三方的授意或影响, 特此声明。

### 免责声明

华安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。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国(不包括香港、澳门、台湾)提供。本报告中的信息均来源于合规渠道, 华安证券研究所力求准确、可靠, 但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下, 本报告中的信息或表达的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下, 本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利, 不与投资者分享投资收益, 也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。投资者务必注意, 其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安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。

本报告仅向特定客户传送, 未经华安证券研究所书面授权, 本研究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。如欲引用或转载本文内容, 务必联络华安证券研究所并获得许可, 并需注明出处为华安证券研究所, 且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权, 私自转载或者转发本报告, 所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

## 投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内, 证券(或行业指数)相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准, A 股以沪深 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; 香港市场以恒生指数为基准; 美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下:

### 行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上;
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上;

### 公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上;
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%;
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至;
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上;
- 无评级—因无法获取必要的资料, 或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件, 或者其他原因, 致使无法给出明确的投资评级。