

买入

2025 年 8 月 28 日

广告及游戏业务驱动毛利率稳健增长，Q2 实现净利润 2.2 亿元

- 业绩摘要：**Q2 收入 73.4 亿元，同比增长 19.8%，符合市场一致预期的 73.3 亿元。毛利率 36.5%，同比增加 6.5 个百分点，主要得益于高毛利的广告及游戏业务增长；经营利润率 3.4%，同比增长 13 个百分点。GAAP 净利润 2.2 亿元；Non-GAAP 净利润 5.8 亿元，同比增长 354%，略高于市场一致预期的 5.2 亿元。公司指引 Q3 广告业务将保持同比双位数增长，但游戏业务因去年下半年开服流水基数较高收入将同比中双位数下滑。
- 广告业务保持同比 20% 的增长，下半年将推出新的内容形式：**Q2 广告收入同比增长 20.2% 达 24.5 亿元，得益于游戏、数码家电、电商、网络服务及汽车等类目广告投放需求提升，其中网络服务类广告本季度增速翻倍。广告内容方面，效果广告收入同比增长 30%，ECPM 同比增长 10 个百分点。公司再次重申不会采用传统贴片广告形式变现，但下半年将推出新的广告型式，本季度变现较好的内容主要是美食、军事时政及玄学类视频。
- 《三谋》周年庆创 DAU 新高，年底将上线港澳台地区：**Q2 游戏收入 16.1 亿元，同比增长 60.1%，《三谋》6 月 DAU 创新高。截止上半年，公司递延收入同比增长 11.6% 至 42.4 亿元，但 Q3 因去年流水的高基数，游戏收入将会有 15% 左右的下滑，我们预估《三谋》2025 全年流水在 35 亿元。展望下半年，《三谋》将于年底上线港澳台地区，2026 年有望出海日韩等国家。储备产品方面，包括《代号：三国 NCard》等 2-3 款产品还在等版号，明年有望陆续上线。
- 用户规模稳健增长，长期毛利率指引 40%：**Q2 公司 DAU 同比增长 6.9% 达 1.1 亿；MAU 同比增长 8.0% 达 3.6 亿；官方会员同比增长 11.1% 达 2.7 亿，其中付费会员同比增长 6.3% 达 2370 万；单用户日均使用时长 105 分钟。Q2 经营费用同比增长 0.2%，其中研发费用下降 3.2%。公司指引长期毛利率有望随着高毛利业务广告和游戏的收入提升增长至 40%。
- 目标价 30.00 美元/234.32 港元，买入评级：**预计公司 2025-2027 年收入为 311/346/376 亿元，三年 CAGR 为 18.4%。归母净利润 12/23/35 亿元，净利润率为 3.9%/6.5%/9.3%。考虑到公司毛利率的提升，采用分布估值法得到 2025 年的目标价为 30.00 美元/234.34 港元，对比当前股价仍有 33.64%/33.21% 的增长空间，给予买入评级。
- 投资风险：**商业化不及预期；游戏表现不及预期；宏观监管政策风险

曹凌霄

+852-25321539

Rita.cao@firstshanghai.com.hk

韩啸宇

+852-25222101

Peter.han@firstshanghai.com.hk

主要数据

行业	TMT
股价	22.45 美元/175.90 港元
目标价	30.00 美元/234.32 港元 (+33.64%/33.21%)
股票代码	BILI US/9626 HK
总股数	4.13 亿股
市值	92.69 亿美元
52 周高/低	31.77 美元/14.08 美元
每股账面值	4.80 美元
主要股东	陈睿 12.1%
	腾讯 10.7%
	徐逸 6.7%
	BlackRock 4.6%

盈利摘要

截至12月31日止财政年度	23年历史	24年历史	25年预测	26年预测	27年预测
总营业收入 (千人民币)	22,527,987	26,831,525	31,106,457	34,564,172	37,605,611
变动	2.9%	19.1%	15.9%	11.1%	8.8%
GAAP净利润 (千人民币)	-4,811,713	-1,363,651	1,221,862	2,236,440	3,497,773
摊薄每股盈利 (人民币)	-11.7	-3.2	2.9	5.4	8.3
变动	38.5%	72.3%	191.0%	82.3%	55.2%
基于23.98美元的市盈率 (估)	N.A	N.A	58.2	31.9	20.6
每股派息 (美元)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
股息现价比	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

来源：公司资料，第一上海预测

股价表现



来源：彭博

盈利预测

未来三年收入 CAGR 18.4% 我们预计公司 2025-2027 年收入为 311/346//376 亿元，三年 CAGR 为 18.4%。归母净利润 12/23/35 亿元，净利润率为 3.9%/6.5%/9.3%。

图表 1：2023 年-2027 年公司的盈利及预测

(千RMB)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净收入	22,527,987	26,831,525	31,106,457	34,564,172	37,605,611
-游戏	4,021,137	5,610,323	7,094,162	7,976,094	8,857,641
-广告	6,412,040	8,189,175	10,243,020	12,132,857	13,613,066
-VAS	9,910,080	10,999,137	11,838,029	12,562,600	13,204,431
毛利率	24.2%	32.7%	36.0%	38.0%	40.0%
归属于公司的净利润	-4,822,321	-1,346,800	1,231,862	2,256,440	3,517,773
净利润率	-21.4%	-5.1%	3.9%	6.5%	9.3%

资料来源：公司资料，第一上海预测

目标价 30.00 美元/234.32 港元，买入评级

分部估值法：合理股价为 30.00 美元/234.32 港元 我们采用分部估值法，假设美元兑人民币汇率 7.2，在不考虑 B 站找到下一个增长曲线的情况下，我们预计其 2026 年估值将会达到 126 亿美元。用分部估值法得到 2025 年的目标价为 30.00 美元/234.32 港元，对比当前股价仍有 33.64%/33.21% 的增长空间，买入评级。

图表 2：分部估值模型

		2026年	利润率	估值中枢	2026年估值 (亿元)
广告	MAU (亿)	4.0		60	240
	ARPU (元)	YouTube 14美元			
	收入(亿元)	60.0			
VAS	付费率	2024年为6.5%	6%		
	大会员人数 (万)	2012			
	ARPPU (元)	连续包年128元	170		
	收入(亿元)	44		6	261
直播	直播用户渗透率	2024年为21.5%	23%		
	付费率	2024年为6.2%	7%		
	直播付费用户 (万)	601			
	ARPPU (元)	121			
游戏	收入(亿元)	82	21%	10	171
	2025年收入(亿元)	71			
	未来3年预测CAGR	4%			
	收入(亿元)	80	25%	20	405
电商	2025年收入(亿元)	19			
	未来3年预测CAGR	-1%			
	收入(亿元)	19	10%	10	20
合计	总收入 (亿元)	346	4%		
	总估值 (亿元)				1097
	总估值 (亿美元)				153
	WACC				10%
	折现至2026年估值 (亿美元)				126
	股份数 (亿股)				4.18
	目标价 (美元)				30.00
	目标价 (港元)				234.32

资料来源：第一上海预测

主要财务报表

损益表						财务能力分析					
单位：千人民币,财务年度：12月31日											
	2023年 实际	2024年 实际	2025年 预测	2026年 预测	2027年 预测		2023年 实际	2024年 实际	2025年 预测	2026年 预测	2027年 预测
主营业务收入	22,527,987	26,831,525	31,106,457	34,564,172	37,605,611	盈利能力					
- 主营业务收入成本	-17,086,122	-18,057,562	-19,908,132	-21,429,786	-22,563,366	毛利率 (%)	24.2%	32.7%	36.0%	38.0%	40.0%
毛利	5,441,865	8,773,963	11,198,324	13,134,385	15,042,244	EBITDA 利率 (%)	-11.3%	1.8%	6.4%	8.3%	10.9%
营业开支	-10,506,052	-10,117,932	-10,420,663	-11,440,741	-12,146,612	净利率(%)	-21.4%	-5.1%	3.9%	6.5%	9.3%
- 营销费用	-3,916,150	-4,401,655	-4,603,756	-5,011,805	-5,377,602	营运表现					
- 行政费用	-2,122,432	-2,031,063	-2,084,133	-2,350,364	-2,444,365	营销费用/收入(%)	-17.4%	-16.4%	-14.8%	-14.5%	-14.3%
- 研究费用	-4,467,470	-3,685,214	-3,732,775	-4,078,572	-4,324,645	行政费用/收入(%)	-9.4%	-7.6%	-6.7%	-6.8%	-6.5%
营业亏损	-5,064,187	-1,343,969	777,661	1,693,644	2,895,632	研发费用/收入(%)	-19.8%	-13.7%	-12.0%	-11.8%	-11.5%
- 利息收入	542,472	434,980	435,490	483,898	526,479	实际税率 (%)	1.7%	-2.6%	-1.8%	1.1%	1.1%
- 投资收入	-435,644	-470,081	-466,597	-414,770	-451,267	股息支付率 (%)	0.0%	0.0%	0.0%	100.0%	200.0%
- 营业外亏损净额	389,278	68,068	622,129	760,412	827,323	应收账款天数	23.2	18.8	22.0	23.0	24.0
税前利润	-4,733,008	-1,400,195	1,244,258	2,212,107	3,459,716	应付账款天数	90.9	91.1	83.0	84.0	85.0
- 所得税支出	-78,705	36,544	-22,397	24,333	38,057	财务状况					
净亏损	-4,811,713	-1,363,651	1,221,862	2,236,440	3,497,773	总负债/总资产	56.6%	56.9%	52.7%	49.7%	43.9%
折旧与摊销	2,730,392	2,326,735	1,196,307	1,141,127	1,149,538	收入/净资产	156.4%	190.2%	187.2%	170.3%	148.3%
主营业务增长 (%)	3%	19%	16%	11%	9%	经营性现金流/收入	1.2%	22.4%	7.5%	20.5%	12.4%
资产负债表						现金流量表					
	2023年 实际	2024年 实际	2025年 预测	2026年 预测	2027年 预测		2023年 实际	2024年 实际	2025年 预测	2026年 预测	2027年 预测
+ 现金与现金等同	7,191,821	10,249,382	10,884,513	16,231,575	19,163,447	+ 净利润	-4,811,713	-1,363,651	1,221,862	2,236,440	3,497,773
+ 短期投资	2,653,065	2,706,535	2,706,535	2,706,535	2,706,535	+ 折旧、摊销	2,730,392	2,326,735	1,196,307	1,141,127	1,149,538
+ 应收账款与票据	1,573,900	1,226,875	2,522,944	1,833,088	3,112,307	+ 其他调整	1,757,191	1,836,792	1,294,052	1,437,896	1,564,422
+ 其他流动资产	7,258,253	5,523,263	5,523,263	5,523,263	5,523,263	+ 非现金运营资本变动	590,752	3,214,978	-1,376,833	2,265,095	-1,555,215
总计流动资产	18,727,039	19,756,055	21,637,255	26,294,461	30,505,552	经营活动现金流量	266,622	6,014,854	2,335,388	7,080,557	4,656,518
+ 长期投资	4,366,632	3,911,592	3,911,592	3,911,592	3,911,592	+ 固定及无形资产变动	-1,330,144	-1,755,111	-1,750,257	-1,733,495	-1,724,646
+ 净固定资产	714,734	589,227	453,814	420,750	431,160	+ 短期投资净变动	2,710,605	38,379	0	0	0
+ 净无形资产	3,627,533	3,201,012	3,890,375	4,515,808	5,080,507	+ 长期投资净变动	-32,028	-153,109	0	0	0
+ 商誉	2,725,130	2,725,130	2,725,130	2,725,130	2,725,130	+ 其他投资活动	413,715	1,731,754	0	0	0
+ 其他长期资产	2,066,066	1,851,207	1,851,207	1,851,207	1,851,207	投资活动现金	1,762,148	-138,087	-1,750,257	-1,733,495	-1,724,646
总计长期资产	14,432,028	12,942,445	13,496,395	14,088,764	14,663,873	+ 已付股利	0	0	0	0	0
总资产	33,159,067	32,698,500	35,133,651	40,383,225	45,169,425	+ 短期债务变动	-81,813	3,240,304	0	0	0
+ 应付账款	4,333,730	4,801,416	4,378,445	5,622,122	5,032,801	+ 长期借款增加	0	0	0	0	0
+ 递延收入	2,954,088	3,802,307	4,144,515	4,476,076	4,789,401	+ 长期借款减少	0	0	0	0	0
+ 其他短期负债	10,815,877	6,159,080	6,159,080	6,159,080	6,159,080	+ 其他融资活动	-4,992,872	-6,065,687	0	0	0
总计流动负债	18,103,695	14,762,803	14,682,040	16,257,278	15,981,282	融资所得现金	-5,074,685	-2,825,383	0	0	0
总负债	18,754,800	18,594,587	18,513,824	20,089,062	19,813,066	现金净增减	-2,945,566	3,057,561	585,131	5,347,062	2,931,872
少数股东权益	0	0	0	0	0	现金剩余	7,241,821	10,299,382	10,884,513	16,231,575	19,163,447
总股东权益	14,404,267	14,103,913	16,619,827	20,294,163	25,356,359						

数据来源：公司资料、第一上海预测

第一上海证券有限公司

香港中环德辅道中 71 号

永安集团大厦 19 楼

电话: (852) 2522-2101

传真: (852) 2810-6789

本报告由第一上海证券有限公司(“第一上海”)编制, 仅供机构投资者一般审阅。未经第一上海事先明确书面许可, 就本报告之任何材料、内容或印本, 不得以任何方式复制、摘录、引用、更改、转移、传输或分发给任何其他人。本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据, 或就其作出要约或要约邀请, 也不构成投资建议。阁下不可依赖本报告中的任何内容作出任何投资决策。本报告及任何资料、材料及内容并未有考虑到个别的投资者的特定投资目标、财务情况、风险承受能力或任何特别需要。阁下应综合考虑到本身的投资目标、风险评估、财务及税务状况等因素, 自行作出本身独立的投资决策。

本报告所载资料及意见来自第一上海认为可靠的来源取得或衍生, 但对于本报告所载预测、意见和预期的公平性、准确性、完整性或正确性, 并不作任何明示或暗示的陈述或保证。第一上海或其各自的董事、主管人员、职员、雇员或代理均不对因使用本报告或其内容或与此相关的任何损失而承担任何责任。对于本报告所载信息的准确性、公平性、完整性或正确性, 不可作出依赖。

第一上海或其一家或多家关联公司可能或已经, 就本报告所载信息、评论或投资策略, 发布不一致或得出不同结论的其他报告或观点。信息、意见和估计均按“现况”提供, 不提供任何形式的保证, 并可随时更改, 恕不另行通知。

第一上海并不是美国一九三四年修订的证券法(「一九三四年证券法」)或其他有关的美国州政府法例下的注册经纪-交易商。此外, 第一上海亦不是美国一九四零年修订的投资顾问法(下简称为「投资顾问法」, 「投资顾问法」及「一九三四年证券法」一起简称为「有关法例」)或其他有关的美国州政府法例下的注册投资顾问。在没有获得有关法例特别豁免的情况下, 任何由第一上海提供的经纪及投资顾问服务, 包括(但不限于)在此档内陈述的内容, 皆没有意图提供给美国人。此档及其复印本均不可传送给或被带往美国、在美国分发或提供给美国人。

在若干国家或司法管辖区, 分发、发行或使用本报告可能会抵触当地法律、规定或其他注册/发牌的规例。本报告不是旨在向该等国家或司法管辖区的任何人或单位分发或由其使用。

©2025 第一上海证券有限公司 版权所有。保留一切权利。