

哔哩哔哩-W (09626.HK)

25年中报点评：广告保持高增速，商业化持续提升

优于大市

核心观点

净利润转正，商业化持续提升。1) 25年上半年公司实现营业收入143.41亿元，同比增长22%；经营毛利同比增长68%至52.1亿元；归母净利润扭亏为盈、达到2.1亿元（上年同期亏损13.7亿元）；经调整净利润亦扭亏为盈、达到9.23亿元（24年同期为亏损7.27亿元）；实现经营现金流32.9亿元，同比持续改善（上年同期23.9亿元）；2) 公司营收及现金流继续保持较高增速，净利润实现扭亏，商业化及盈利能力持续改善。

用户数保持增长，用户粘性持续提升。1) 上半年公司MAU、DAU分别达到3.65亿、1.08亿，同比分别增长8%、6%，在互联网渗透率见顶的背景下表现突出；活跃用户日均使用时长达到106分钟，相比去年同期的102分钟亦有提升；月付费用户0.32亿，同比增长10%，货币化率持续改善；2) Bilibili World及Bilibili Macro Link吸引超过40万名参与者，较去年增长了60%，使其成为中国规模最大的线下动漫博览会之一。内容创作生态持续改善，作者人均收入同比增长20%，其中粉丝充电项目总收入同比增长超过100%。

广告保持高增速，《三谋》表现稳健。1) 上半年广告业务实现营收44.5亿元，同比增长20%；主要受益于效果类广告增长显著（同比增长超过30%）；在AI等新技术加持之下，广告业务有望保持较高增速；广告客户数目同比增长超过20%，排名前五的广告垂类分别是游戏、数码家电、网络服务、电商以及汽车；2) 移动游戏受益于《三国：谋定天下》拉动，实现营业收入33.4亿元，同比增长68%；长青产品《命运-冠位指定》、《碧蓝航线》继续保持稳定；3) 增值服务实现营收56.4亿元，同比增长10.8%，大会员、直播等业务增长稳健。

风险提示：用户增长低于预期风险；商业化低于预期风险；监管政策风险；内容成本上升高于预期风险等。

投资建议：看好商业化潜力，维持“优于大市”评级。我们维持盈利预测，预计公司2025/26/27年营业收入分别为302/333/367亿元，同比增速12/10/10%；归母净利润分别为7.56/17.61/29.42亿元，同期EPS分别为1.77/4.12/6.89元，对应PE=90/38/23x；经调后净利润分别为20.81/30.86/42.69亿元，对应同期33/22/16x PE。公司社区及用户优势显著，且仍处于商业化的早期阶段，AI等新科技加持下游戏、广告及增值服务等业务均存在较好的成长空间，在政策环境趋稳以及商业化逐步推进、2025年转盈的背景下，当前市值及估值具备较好的向上弹性，我们看好公司长期发展潜力，维持“优于大市”评级。

盈利预测和财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	22,528	26,832	30,161	33,304	36,683
(+/-%)	2.9%	19.1%	12.4%	10.4%	10.1%
净利润(百万元)	-4822	-1347	756	1761	2945
(+/-%)	—	—	-156.2%	132.8%	67.2%
每股收益(元)	-11.46	-3.20	1.80	4.18	7.00
EBIT Margin	-22.3%	-12.8%	-6.2%	-6.2%	-4.0%
净资产收益率(ROE)	-33.5%	-9.5%	5.1%	10.6%	15.0%
市盈率(PE)	-14.0	-50.3	89.5	38.4	23.0
EV/EBITDA	-27.6	-107.2	112.2	46.9	29.0
市净率(PB)	4.70	4.80	4.55	4.07	3.46

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·海外公司财报点评

传媒·数字媒体

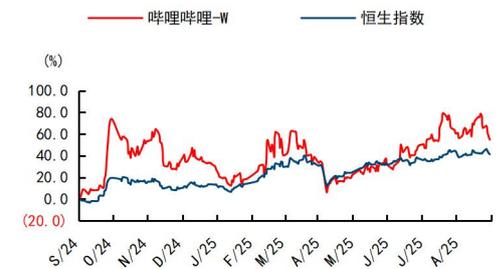
证券分析师：张衡 021-60875160
zhangheng2@guosen.com.cn
S0980517060002

证券分析师：陈瑶蓉 021-61761058
chenyaraong@guosen.com.cn
S0980523100001

基础数据

投资评级 优于大市(维持)
合理估值
收盘价 172.60 港元
总市值/流通市值 72636/58638 百万港元
52周最高价/最低价 238.80/105.50 港元
近3个月日均成交额 1007.27 百万港元

市场走势



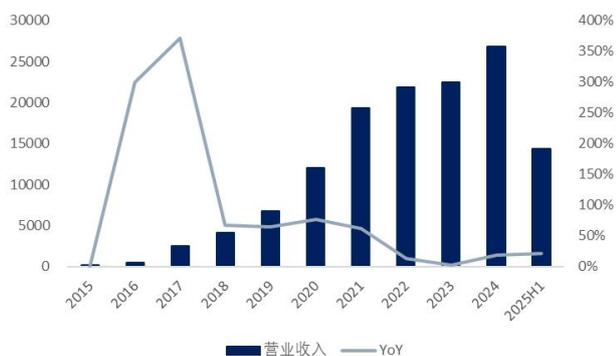
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《哔哩哔哩-W (09626.HK) 25年一季报点评：广告与游戏拉动盈利能力改善，持续看好商业化潜力》——2025-05-26

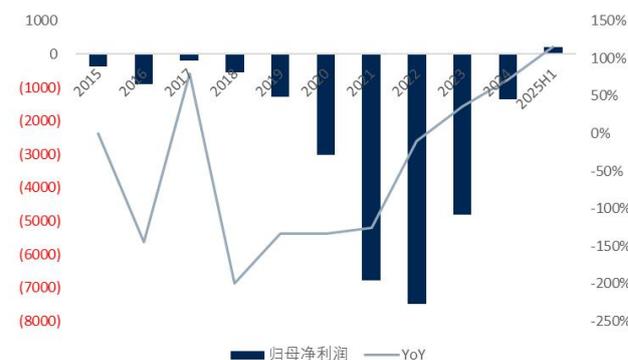
净利润转正，经营质量持续改善。1) 25年上半年公司实现营业收入143.41亿元，同比增长22%；经营毛利同比增长68%至52.1亿元；归母净利润扭亏为盈、达到2.1亿元（上年同期亏损13.7亿元）；经调整净利润亦扭亏为盈、达到9.23亿元（24年同期为亏损7.27亿元）；实现经营现金流32.9亿元，同比持续改善（上年同期23.9亿元）；2) 公司营收及现金流继续保持较高增速，净利润实现扭亏，商业化及盈利能力持续改善。

图1: 营业收入（百万元）及增速



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

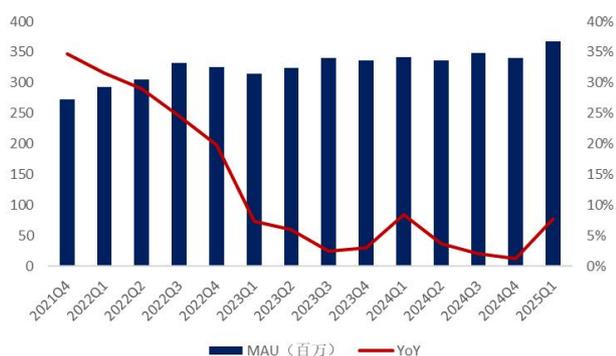
图2: 归母净利润（百万元）及增速



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

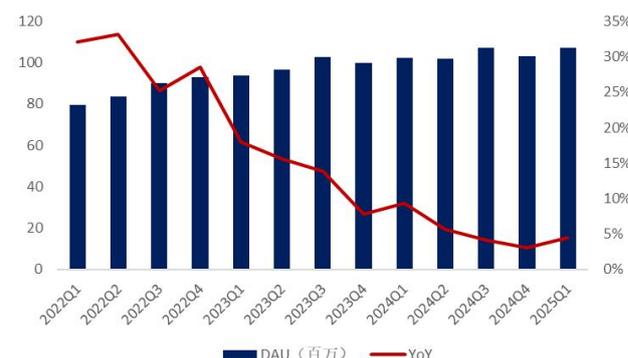
用户数保持增长，用户粘性持续提升。1) 上半年公司 MAU、DAU 分别达到 3.65 亿、1.08 亿，同比分别增长 8%、6%，在互联网渗透率见顶的背景下表现突出；活跃用户日均使用时长达到 106 分钟，相比去年同期的 102 分钟亦有提升；月付费用户 0.32 亿，同比增长 10%，货币化率持续改善；2) Bilibili World 及 Bilibili Macro Link 吸引超过 40 万名参与者，较去年增长了 60%，使其成为中国规模最大的线下动漫博览会之一。内容创作生态持续改善，作者人均收入同比增长 20%，其中粉丝充电项目总收入同比增长超过 100%；

图3: MAU 及增速



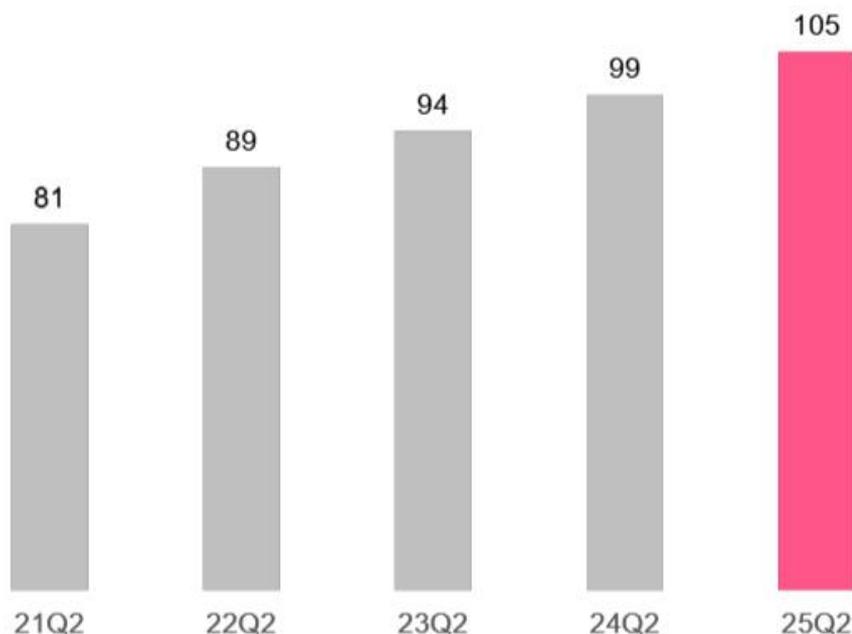
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4: DAU 及增速



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

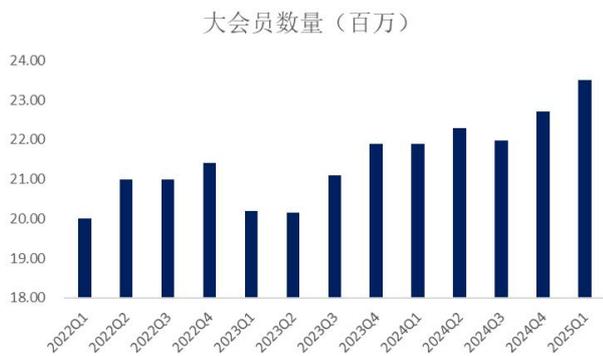
图5: 日均使用时长（单位：分钟）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

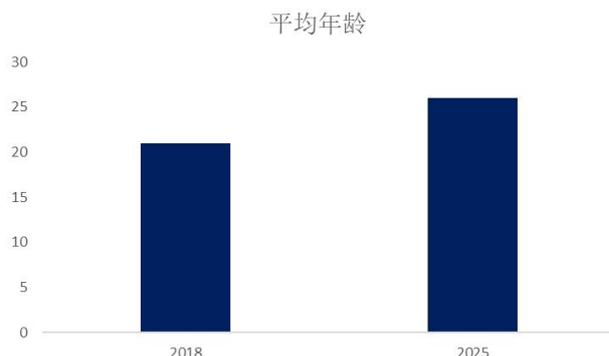
同时随着用户群体破圈、平均年龄达到 26 岁（2018 年为 21 岁），商业化能力逐步提升、月均付费用户达到 3200 万。

图6：大会员数量（单位：百万）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图7：平均年龄增长



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

广告保持高增速，《三谋》表现稳健。 1) 上半年广告业务实现营收 44.5 亿元，同比增长 20%；主要受益于效果类广告增长显著（同比增长超过 30%）；在 AI 等新技术加持之下，广告业务有望保持较高增速；广告客户数目同比增长超过 20%，排名前五的广告垂类分别是游戏、数码家电、网络服务、电商以及汽车；2) 移动游戏受益于《三国：谋定天下》拉动，实现营业收入 33.4 亿元，同比增长 68%；长青产品《命运-冠位指定》、《碧蓝航线》继续保持稳定；3) 增值服务实现营收 56.4 亿元，同比增长 10.8%，大会员、直播等业务增长稳健。

图8: 《三国: 谋定天下》



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

持续看好社区生态及商业化潜力，维持“优于大市”评级。我们维持盈利预测，预计公司 2025/26/27 年营业收入分别为 302/333/367 亿元，同比增速 12/10/10%；归母净利润分别为 7.56/17.61/29.42 亿元，同期 EPS 分别为 1.77/4.12/6.89 元，对应 PE=90/38/23x；经调后净利润分别为 20.81/30.86/42.69 亿元，对应同期 33/22/16x PE。公司社区及用户优势显著，且仍处于商业化的早期阶段，AI 等新技术加持下游戏、广告及增值服务等业务均存在较好的成长空间，在政策环境趋稳以及商业化逐步推进、2025 年转盈的背景下，当前市值及估值具备较好的向上弹性，我们看好公司长期发展潜力，维持“优于大市”评级。

表1: 可比公司估值

公司代码	公司名称	投资评级	昨收盘 (元)	总市值 (亿元)	EPS				PE			
					2023	2024	2025E	2026E	2023	2024	2025E	2026E
300413.SZ	芒果超媒	优于大市	26.08	488	1.90	0.73	0.86	1.02	14	36	30	26

资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

财务预测与估值

资产负债表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E	利润表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	7192	10249	8367	8362	9507	营业收入	22528	26832	30161	33304	36683
应收款项	3368	3162	2727	3011	3317	营业成本	17086	18058	20359	22147	23661
存货净额	186	0	255	265	279	营业税金及附加	0	0	0	0	0
其他流动资产	113	50	4524	4996	5503	销售费用	5795	4921	4373	4996	5429
流动资产合计	18727	19756	22168	24187	27671	管理费用	4677	7286	7293	8213	9045
固定资产	715	589	2909	3352	3393	财务费用	(83)	(70)	151	171	162
无形资产及其他	6353	5926	4877	5658	6243	投资收益	0	0	0	0	0
投资性房地产	2998	2515	2515	2515	2515	资产减值及公允价值变动	0	0	100	0	0
长期股权投资	4367	3912	3912	3962	4012	其他收入	214	1963	2701	4054	4674
资产总计	33159	32698	36381	39674	43834	营业利润	(4733)	(1400)	786	1831	3061
短期借款及交易性金融负债	7456	1572	5216	4748	3845	营业外净收支	0	0	0	0	0
应付款项	4679	5230	3570	3439	3354	利润总额	(4733)	(1400)	786	1831	3061
其他流动负债	5969	7961	8433	9001	9622	所得税费用	79	(37)	21	48	80
流动负债合计	18104	14763	17219	17189	16821	少数股东损益	11	(17)	9	22	37
长期借款及应付债券	1	3264	3264	3264	3264	归属于母公司净利润	(4822)	(1347)	756	1761	2945
其他长期负债	650	568	757	738	768						
长期负债合计	651	3832	4021	4002	4032	现金流量表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
负债合计	18755	18595	21240	21190	20853	净利润	(4822)	(1347)	756	1761	2945
少数股东权益	12	(4)	5	27	64	资产减值准备	0	0	0	0	0
股东权益	14392	14108	14865	16626	19570	折旧摊销	1722	2582	2701	4054	4674
负债和股东权益总计	33159	32698	36110	37843	40487	公允价值变动损失	0	0	(100)	0	0
						财务费用	(83)	(70)	151	171	162
关键财务与估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E	营运资本变动	1657	3399	(5293)	(347)	(262)
每股收益	(11.46)	(3.20)	1.80	4.18	7.00	其它	11	(17)	9	22	37
每股红利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流	(1433)	4618	(1926)	5490	7393
每股净资产	34.20	33.52	35.32	39.51	46.50	资本开支	0	(3171)	(3600)	(3718)	(3784)
ROIC	-24%	-21%	-9%	-13%	-0%	其它投资现金流	1550	1572	0	(1259)	(1511)
ROE	-34%	-10%	5%	11%	15%	投资活动现金流	2834	(1143)	(3600)	(5027)	(5345)
毛利率	24%	33%	32%	34%	36%	权益性融资	0	0	0	0	0
EBIT Margin	-22%	-13%	-6%	-6%	-4%	负债净变化	(8683)	3264	0	0	0
EBITDA Margin	-15%	-3%	3%	6%	9%	支付股利、利息	0	0	0	0	0
收入增长	3%	19%	12%	10%	10%	其它融资现金流	12983	(6944)	3644	(468)	(903)
净利润增长率	--	--	-156%	133%	67%	融资活动现金流	(4382)	(417)	3644	(468)	(903)
资产负债率	57%	57%	59%	56%	52%	现金净变动	(2981)	3058	(1882)	(5)	1145
息率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	货币资金的期初余额	10173	7192	10249	8367	8362
P/E	(14.0)	(50.3)	89.5	38.4	23.0	货币资金的期末余额	7192	10249	8367	8362	9507
P/B	4.7	4.8	4.6	4.1	3.5	企业自由现金流	0	(533)	(7870)	(1858)	(664)
EV/EBITDA	(28)	(107)	112	47	29	权益自由现金流	0	(4145)	(4361)	(2480)	(1710)

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 ±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 ±10%之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司

关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032