

AI 驱动广告转化率提升，期待下半年广告多屏多场景拓展

——哔哩哔哩 (9626.HK) 25Q2 点评

核心观点

- **事项:** 2025 年 8 月 21 日，哔哩哔哩发布二季报。25Q2 公司收入达 73.4 亿元 (yoy+19.8%)，较彭博预期高 0.1%。Non-GAAP 归母净利润达 5.6 亿元 (去年同期为 Non-GAAP 净亏损 2.7 亿元)，较彭博预期高 7.5%。
- **多屏多场景广告拓展有望驱动下半年广告收入持续高增。** 25Q2 收入达 24.5 亿元 (yoy+20.2%)，较彭博预期高 1.3%。主要系：1) 花火商单参与“潮流起飞”效果转化项目；2) 多模态大模型提升广告分发效率；3) AIGC 工具应用促进广告封面由 AI 生成，ECPM 提升。我们预期 25Q3 广告收入达 25 亿 (yoy+21%)，维持持续高增长，主要系我们认为下半年公司广告有望拓展多屏多场景——搜索、直播、动态、PC 端等都是潜在可拓展的点位。
- **粉丝粘性使充电业务高增驱动直播&VAS 收入维持较高增长。** 25Q2 公司直播&VAS 收入达 28.4 亿元 (yoy+11%)，较彭博预期高 0.3%。主要系充电业务高增。我们预期 25Q3 直播&VAS 收入达 31 亿元 (yoy+10%)，主要系预期直播&会员收入依然维持稳健增长，长期来看会员 ARPU 存在提升可能性，而充电业务我们认为依然是增长核心驱动力。
- **新游有望年底开始接档，下半年老游戏在高基数下或同比下滑。** 25Q2 公司游戏收入达 16.1 亿元 (yoy+60%)，较彭博预期低 0.2%。我们判断下半年游戏业务因去年同期《三国：谋定天下》上线的高基数，或同比下滑。我们预期 25Q3 收入达 15 亿元 (yoy-15%)。新游三国卡牌、《嘟嘟脸恶作剧》、《三国：谋定天下》海外版本等我们预期有望于年末开始陆续上线，主要贡献 2026 年增量。

盈利预测与投资建议

- 公司广告推进多屏多场景，转化率因 AI 持续提升；游戏《三国：谋定天下》赛季版本储备丰富，新品预期贡献 26 年增量。我们预计公司 25-27 年收入分别为 301/329/348 亿元 (原 25-27 预测值为 302/322/339 亿元，因广告拓展多屏多场景我们上修收入预测，以及基于财报下调销售费用预测，我们从而调整盈利预测)，根据可比公司 25 年调整后 PS 均值 2.7x，给予目标价 211.53HKD (193.06CNY)，汇率 HKD/CNY=0.91，维持“买入”评级。

风险提示

用户增长不及预期；成本管控不及预期风险

公司主要财务信息

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	22,528	26,832	30,091	32,943	34,757
同比增长(%)	2.87%	19.10%	12.15%	9.48%	5.51%
营业利润(百万元)	-5,064	-1,344	1,026	2,017	3,035
同比增长(%)	-39.41%	-73.46%	-176.37%	96.50%	50.46%
归属母公司净利润(百万元)	-4,822	-1,347	831	1,678	2,537
同比增长(%)	-35.68%	-72.07%	-161.68%	101.96%	51.22%
每股收益(元)	-11.46	-3.20	1.97	3.99	6.03
毛利率(%)	24.16%	32.70%	36.48%	38.82%	41.17%
净利率(%)	-21.41%	-5.02%	2.76%	5.09%	7.30%
净资产收益率(%)	-32.55%	-9.45%	5.72%	10.63%	14.18%
市盈率(倍)	-14	-49	80	40	26
市净率(倍)	5	5	4	4	3

资料来源：公司数据、东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

投资评级 买入 (维持)

股价 (2025 年 08 月 28 日)	172.6 港元
目标价格	211.53 港元
52 周最高价/最低价	238.8/105.5 港元
总股本/流通 H 股 (万股)	42,083/33,973
H 股市值 (百万港币)	72,636
国家/地区	中国
行业	传媒
报告发布日期	2025 年 08 月 30 日

股价表现

	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现%	-12.3	-5.42	13.78	56.06
相对表现%	-11.88	-3.22	6.3	14.76
恒生指数%	-0.42	-2.2	7.48	41.3



证券分析师

项雯倩	021-63325888*6128 xiangwenqian@orientsec.com.cn 执业证书编号: S0860517020003 香港证监会牌照: BQP120
李雨琪	021-63325888-3023 liyuzhi@orientsec.com.cn 执业证书编号: S0860520050001 香港证监会牌照: BQP135
金沐阳	jimmuyang@orientsec.com.cn 执业证书编号: S0860525030001

联系人

沈熠	shenyi1@orientsec.com.cn
----	--------------------------

相关报告

中视频生态高粘性，变现多元化驱动收入高增：——哔哩哔哩 (9626.hk) 25Q2 前瞻点评	2025-07-28
AI 驱动广告超预期，期待中视频生成工具进一步提效：——哔哩哔哩 (9626.HK) 25Q1 点评	2025-05-21
《三谋》S6 赛季表现优异，25 年盈利可期：——哔哩哔哩 (9626.HK) 24Q4 点评	2025-03-04

表 1：盈利预测

单位：百万%	25Q1A	25Q2A	25Q3E	25Q4E	25E	26E	27E
营业收入	7,003	7,338	7,641	8,109	30,091	32,943	34,757
yoy	23.63%	19.76%	4.59%	4.84%	12.15%	9.48%	5.51%
直播平台&VAS	2,807	2,837	3,111	3,338	12,093	12,861	13,458
yoy	11.01%	10.55%	10.28%	8.27%	9.95%	6.34%	4.65%
广告收入	1,998	2,449	2,517	2,869	9,832	11,302	12,362
yoy	19.72%	20.19%	20.17%	20.10%	20.06%	14.94%	9.39%
手机游戏收入	1,731	1,612	1,506	1,460	6,310	6,760	6,765
yoy	76.14%	60.05%	-17.38%	-18.75%	12.47%	7.14%	0.07%
衍生品收入（电 商）	467	440	507	441	1,855	2,021	2,171
yoy	-4%	-15%	-11%	-5%	-9%	9%	7%
营业成本	4,464	4,662	4,881	5,108	19,114	20,156	20,448
yoy	10.0%	8.6%	2.6%	3.3%	5.9%	5.4%	1.4%
分成成本	2,661	2,935	3,028	3,260	11,884	12,665	12,763
yoy	14.6%	14.1%	3.6%	2.8%	8.1%	6.6%	0.8%
内容、服务器、员 工成本	1,401	1,321	1,396	1,411	5,529	5,657	5,738
yoy	12.4%	0.3%	0.6%	7.4%	5.0%	2.3%	1.4%
衍生品和其他	402	406	457	437	1,702	1,834	1,948
yoy	1%	-17%	-11%	-5%	-8%	8%	6%
毛利	2,539	2,676	2,760	3,001	10,976	12,787	14,309
毛利率%	36.26%	36.47%	36.13%	37.01%	36.48%	38.82%	41.17%
销售费用	1,167	1,048	1,076	1,134	4,425	4,921	5,208
一般行政费用	516	510	506	506	2,037	2,064	2,108
研发费用	841	866	887	893	3,487	3,785	3,958
non-gaap 营业利润	342	573	624	801	2,341	3,389	4,448
营业利润率%	4.89%	7.81%	8.17%	9.88%	7.78%	10.29%	12.80%
GAAP 归母净利润	-9	219	236	384	831	1,678	2,537
Non-GAAP 归母净 利润	363	562	591	738	2,254	3,135	4,036

数据来源：公司公告，东方证券研究所

表 2：可比公司估值表（2025.8.28 收盘价）

代码	证券简称	总市值（亿元）	收入		P/S	
			25E	26E	25E	26E
1024.HK	快手	3,011	1420	1552	2.1	1.9
9999.HK	网易	6,141	1146	1231	5.4	5.0
0700.HK	腾讯控股	49,725	7400	8122	6.7	6.1
9898.HK	微博	196	126	131	1.5	1.5
3690.HK	美团	5,672	3898	4505	1.5	1.3
9888.HK	百度	2,174	1319	1395	1.6	1.6
		调整后平均			2.7	2.5

数据来源：wind，东方证券研究所
 (汇率 HKD/CNY=0.91)

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	7,192	10,249	9,853	11,613	14,414	营业总收入	22,528	26,832	30,091	32,943	34,757
应收款项合计	3,368	3,162	3,546	3,882	4,096	主营业务收入	22,528	26,832	30,091	32,943	34,757
存货	186	0	209	220	223	其他营业收入	0	0	0	0	0
其他流动资产	113	50	53	55	58	营业总支出	27,592	28,175	29,064	30,926	31,723
流动资产合计	18,727	19,756	19,954	22,065	25,085	营业成本	17,086	18,058	19,114	20,156	20,448
固定资产净值	715	589	561	555	553	营业开支	10,506	10,118	9,950	10,770	11,275
权益性投资	1,863	0	0	0	0	营业利润	-5,064	-1,344	1,026	2,017	3,035
其他长期投资	2,504	3,912	4,107	4,313	4,528	净利息支出	-378	-346	-273	-280	-281
商誉及无形资产	6,353	5,926	6,603	6,674	6,777	权益性投资损益	0	0	0	0	0
土地使用权	0	0	0	0	0	其他非经营性损益	-46	-402	-328	-321	-325
其他非流动资产	2,998	2,515	2,641	2,773	2,912	非经常项目前利润	-4,733	-1,400	971	1,975	2,990
非流动资产合计	14,432	12,942	13,913	14,314	14,771	非经常项目损益	0	0	0	0	0
资产合计	33,159	32,699	33,867	36,379	39,856	除税前利润	-4,733	-1,400	971	1,975	2,990
应交税金	345	429	450	473	497	所得税	79	-37	111	200	303
短期借贷及长期借贷到期部分	7,456	1,572	1,729	1,902	2,092	少数股东损益	11	-17	30	98	151
其他流动负债	5,969	7,961	8,359	8,777	9,215	持续经营净利润	-4,822	-1,347	831	1,678	2,537
流动负债合计	18,104	14,763	15,014	15,688	16,409	非持续经营净利润	0	0	0	0	0
长期借贷	1	3,264	3,264	3,264	3,264	净利润	-4,822	-1,347	831	1,678	2,537
其他非流动负债	650	568	624	687	756	优先股利及其他调整项	0	0	0	0	0
非流动负债合计	651	3,832	3,889	3,951	4,020	归属普通股股东净利润	-4,822	-1,347	831	1,678	2,537
负债合计	18,755	18,595	18,902	19,639	20,428	EPS (摊薄)	-11.46	-3.20	1.97	3.99	6.03
归属母公司股东权益	14,392	14,108	14,939	16,617	19,154	主要财务比率					
少数股东权益	12	-4	26	123	274	会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
所有者权益合计	14,404	14,104	14,965	16,740	19,428	成长能力					
负债和股东权益	33,159	32,699	33,867	36,379	39,856	营业收入增长率	2.9%	19.1%	12.1%	9.5%	5.5%
现金流量表						营业利润增长率	-39.4%	-73.5%	-176.4%	96.5%	50.5%
单位:百万元						归属普通股股东净利增长率	-35.7%	-72.1%	-161.7%	102.0%	51.2%
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	获利能力					
经营活动现金流	267	6,015	2,794	4,751	5,866	毛利率	24.2%	32.7%	36.5%	38.8%	41.2%
净利润	-4,822	-1,347	831	1,678	2,537	净利率	-21.4%	-5.0%	2.8%	5.1%	7.3%
折旧与摊销	2,900	2,501	2,378	2,762	2,800	ROE	-32.6%	-9.5%	5.7%	10.6%	14.2%
营运资本变动	703	3,640	-445	214	379	ROA	-12.9%	-4.1%	2.5%	4.8%	6.7%
其他非现金调整	1,487	1,220	30	98	151	偿债能力					
投资活动现金流	1,762	-138	-3,348	-3,164	-3,256	资产负债率	56.6%	56.9%	55.8%	54.0%	51.3%
出售固定资产收到的现金	0	0	0	0	0	流动比率	103.4%	133.8%	132.9%	140.6%	152.9%
资本性支出	1,330	1,755	3,222	3,032	3,117	速动比率	102.4%	133.8%	131.5%	139.2%	151.5%
投资减少	26,120	44,569	44,569	44,569	44,569	每股指标 (元)					
其他投资活动现金流量净额	615	79	-126	-132	-139	每股收益	-11.46	-3.20	1.97	3.99	6.03
融资活动现金流	-5,075	-2,825	157	173	190	每股经营现金流	0.63	14.29	6.64	11.29	13.94
债务净增	-7,757	-2,718	157	173	190	每股净资产	34.20	33.52	35.50	39.49	45.51
股本增加	2,689	10	0	0	0	估值比率					
支付的股利合计	0	0	0	0	0	P/E	-14	-49	80	40	26
其他筹资活动现金流量净额	-7	0	0	0	0	P/B	5	5	4	4	3

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内行业或公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）；

公司投资评级的量化标准

- 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
- 增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

- 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

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本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。