

## 哔哩哔哩-W (09626.HK)

## 利润持续释放，AI 驱动广告商业化效率持续提升

| 财务指标         | 2023A  | 2024A  | 2025E  | 2026E  | 2027E  |
|--------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入 (百万元)   | 22,528 | 26,832 | 30,261 | 33,187 | 35,706 |
| 增长率 yoy (%)  | 2.87   | 19.10  | 12.78  | 9.67   | 7.59   |
| 归母净利润 (百万元)  | -4,822 | -1,347 | 799    | 1,797  | 2,497  |
| 增长率 yoy (%)  | 35.7   | 72.1   | 159.3  | 124.9  | 39.0   |
| ROE (%)      | -33.5  | -9.5   | 5.4    | 10.8   | 13.0   |
| EPS 最新摊薄 (元) | -11.46 | -3.20  | 1.90   | 4.27   | 5.93   |
| P/E (倍)      | -14.3  | -51.1  | 86.2   | 38.3   | 27.6   |
| P/B (倍)      | 4.8    | 4.9    | 4.6    | 4.1    | 3.6    |

资料来源：公司财报，长城证券产业金融研究院

**事件：**哔哩哔哩发布 25Q2 业绩，公司 25Q2 实现营业总收入 73.4 亿元，同比增长 19.8%，环比增长 4.8%；实现归母净利润 2.2 亿元，同比实现扭亏为盈；实现经调整净利润 5.6 亿元，同比扭亏为盈，环比增长 55.0%。

**流量稳健增长，AI 驱动广告商业化效率持续提升。**哔哩哔哩流量侧 25Q2 实现稳健增长，DAU 达 1.09 亿，同比增长 7%；用户的日均使用时长为 105 分钟，较去年同期增加了 6 分钟。公司 25Q2 广告业务实现收入 24.5 亿元，同比增长 20%，我们认为主要受益于（1）公司流量实现量、质双增长；（2）效果广告维持高质量增长，Q2 收入同比增长约 30%，eCPM（每千次有效展示费用）同比增长超 10%，广告主数量同比增长超 20%；（3）将 AI 深度集成进入公司广告系统，公司在推荐算法、创意生成和智能广告投放方面持续推进广告基础设施建设，显著提高了广告转化效率；AIGC 工具帮助广告主大规模生成高性能创意广告，25Q2 约 10% 的新广告标题和超过 30% 的开屏广告使用 AI 工具进行创建；智能广告投放工具实时分配、排序和监控广告效果，有效减少人工操作并降低广告支出。向后展望，我们预计 AI 技术有望持续赋能公司广告基础设施建设，公司广告业务有望维持超越行业增速，25H2 有望维持 20% 增长，盈利能力亦有望持续提升。

**《三谋》流水稳健，后续游戏储备丰富。**哔哩哔哩 25Q2 游戏业务实现收入 16.1 亿元，同比增长 60%，主要受益于公司《三谋》强劲表现，公司目前正在试点《三谋》小游戏版本，并准备在 25H2 推出国际版本。此外，公司目前有 4 到 5 款游戏正在等待版号，其中包括一款三国 IP 的休闲游戏。向后展望，我们预计在 24H2 高基数效应下，公司 25H2 游戏收入同比或有所回落。

**投资建议：**公司流量侧稳健增长，AI 赋能广告商业化效率升级，《三谋》稳健运营且游戏储备丰富，业务结构优化下利润加速释放。我们预计 2025-2027 年公司实现营收 302.6/331.9/357.1 亿元；经调整归母净利润 20.1/31.0/38.7 亿元；对应 PE 分别为 86.2/38.3/27.6 倍，维持“买入”评级。

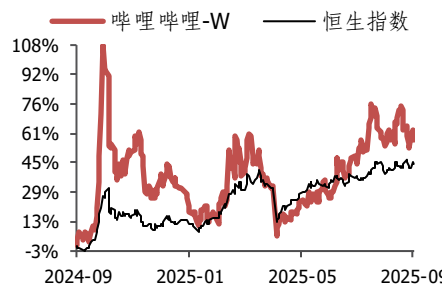
**风险提示：**视频行业竞争加剧；宏观经济波动；用户增长不及预期；商业化变现不及预期。

## 买入（维持评级）

## 股票信息

|                        |           |
|------------------------|-----------|
| 行业                     | 传媒        |
| 2025 年 9 月 2 日收盘价 (港元) | 178.30    |
| 总市值 (百万港元)             | 75,034.72 |
| 流通市值 (百万港元)            | 73,611.77 |
| 总股本 (百万股)              | 420.83    |
| 近 3 月日均成交额 (百万港元)      | 1,042.73  |

## 股价走势



## 作者

分析师 侯宾

执业证书编号：S1070522080001

邮箱：houbin@cgws.com

## 相关研究

- 1、《广告商业化效率持续升级，关注《三谋》周年庆版本进展》2025-05-22
- 2、《《三谋》逐步确认收入，经调整净利润首次实现转正》2024-11-21

**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 |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>流动资产</b>    | 18727 | 19756 | 19412 | 21636 | 24825 |
| 现金             | 7242  | 10299 | 11646 | 14514 | 18261 |
| 应收票据及应收账款      | 1574  | 1227  | 993   | 932   | 909   |
| 预付账款           | 1742  | 1762  | 1629  | 1544  | 1371  |
| 其他流动资产         | 8170  | 6468  | 5144  | 4646  | 4285  |
| <b>非流动资产</b>   | 14432 | 12942 | 13801 | 14362 | 14625 |
| 固定资产           | 715   | 589   | 1298  | 2659  | 3723  |
| 无形资产           | 3628  | 3201  | 2401  | 1601  | 800   |
| 其他非流动资产        | 10090 | 9152  | 10102 | 10102 | 10102 |
| <b>资产总计</b>    | 33159 | 32699 | 33213 | 35998 | 39450 |
| <b>流动负债</b>    | 18104 | 14763 | 14471 | 15440 | 16370 |
| 短期借款           | 7456  | 1572  | 1572  | 1572  | 1572  |
| 应付票据及应付账款      | 4334  | 4801  | 4871  | 5196  | 5542  |
| 其他流动负债         | 6314  | 8390  | 8028  | 8672  | 9255  |
| <b>非流动负债</b>   | 651   | 3832  | 3832  | 3832  | 3832  |
| 长期借款           | 1     | 3264  | 3264  | 3264  | 3264  |
| 其他非流动负债        | 650   | 568   | 568   | 568   | 568   |
| <b>负债合计</b>    | 18755 | 18595 | 18302 | 19271 | 20201 |
| 少数股东权益         | 12    | -4    | 4     | 22    | 47    |
| 资本公积           | 14179 | 13841 | 12841 | 11841 | 10841 |
| 归属母公司股东权益      | 14392 | 14108 | 14907 | 16704 | 19202 |
| <b>负债和股东权益</b> | 33159 | 32699 | 33213 | 35998 | 39450 |

**现金流量表 (百万元)**

| 会计年度           | 2023A | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>经营活动现金流</b> | 267   | 6015  | 2989  | 4565  | 5379  |
| 净利润            | -4812 | -1364 | 807   | 1815  | 2523  |
| 折旧摊销           | 2923  | 2501  | 1041  | 1339  | 1637  |
| 财务费用           | -342  | -277  | -123  | -165  | -231  |
| 其他经营现金流        | 2497  | 5154  | 1263  | 1576  | 1451  |
| <b>投资活动现金流</b> | 1762  | -138  | -1766 | -1862 | -1863 |
| 资本支出           | 1494  | 1838  | 1900  | 1900  | 1900  |
| 其他投资现金流        | 268   | -1976 | -3666 | -3762 | -3763 |
| <b>筹资活动现金流</b> | -5075 | -2825 | 123   | 165   | 231   |
| 短期借款           | 834   | -5884 | 0     | 0     | 0     |
| 长期借款           | -8683 | 3264  | 0     | 0     | 0     |
| 其他筹资现金流        | 2773  | -205  | 123   | 165   | 231   |
| <b>现金净增加额</b>  | -3046 | 3051  | 1346  | 2868  | 3747  |

**利润表 (百万元)**

| 会计年度            | 2023A  | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
|-----------------|--------|-------|-------|-------|-------|
| <b>营业收入</b>     | 22528  | 26832 | 30261 | 33187 | 35706 |
| 营业成本            | 17086  | 18058 | 19297 | 20582 | 21955 |
| 销售费用            | 3916   | 4402  | 4784  | 5151  | 5438  |
| 研发及管理费用         | 6590   | 5716  | 5601  | 5748  | 5841  |
| 财务费用            | -342   | -277  | -123  | -165  | -231  |
| <b>营业利润</b>     | -4722  | -1067 | 701   | 1871  | 2702  |
| 营业外收入           | -11    | -333  | 140   | 40    | 40    |
| <b>利润总额</b>     | -4733  | -1400 | 841   | 1911  | 2742  |
| 所得税             | 79     | -37   | 34    | 96    | 219   |
| <b>净利润</b>      | -4812  | -1364 | 807   | 1815  | 2523  |
| 少数股东损益          | 11     | -17   | 8     | 18    | 25    |
| <b>归属母公司净利润</b> | -4822  | -1347 | 799   | 1797  | 2497  |
| <b>经调整归母净利润</b> | -3425  | -22   | 2012  | 3097  | 3868  |
| EBITDA          | -2152  | 824   | 1759  | 3085  | 4148  |
| EPS (元/股)       | -11.46 | -3.20 | 1.90  | 4.27  | 5.93  |

**主要财务比率**

| 会计年度            | 2023A  | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
|-----------------|--------|-------|-------|-------|-------|
| <b>成长能力</b>     |        |       |       |       |       |
| 营业收入 (%)        | 2.87   | 19.10 | 12.78 | 9.67  | 7.59  |
| 归属母公司净利润 (%)    | 35.9   | 71.7  | 159.2 | 124.9 | 39.0  |
| <b>获利能力</b>     |        |       |       |       |       |
| 毛利率 (%)         | 24.2   | 32.7  | 36.2  | 38.0  | 38.5  |
| 净利率 (%)         | -21.4  | -5.1  | 2.7   | 5.5   | 7.1   |
| ROE (%)         | -33.5  | -9.5  | 5.4   | 10.8  | 13.0  |
| ROIC (%)        | -19.1  | -6.1  | 3.3   | 9.4   | 13.4  |
| <b>偿债能力</b>     |        |       |       |       |       |
| 资产负债率 (%)       | 56.6   | 56.9  | 55.1  | 53.5  | 51.2  |
| 净负债比率 (%)       | 1.5    | -38.7 | -45.7 | -57.9 | -69.7 |
| 流动比率            | 1.0    | 1.3   | 1.3   | 1.4   | 1.5   |
| 速动比率            | 0.6    | 0.9   | 1.0   | 1.1   | 1.3   |
| <b>营运能力</b>     |        |       |       |       |       |
| 总资产周转率          | 0.7    | 0.8   | 0.9   | 1.0   | 0.9   |
| 应收账款周转率         | 14.3   | 21.9  | 25.4  | 28.6  | 31.3  |
| 应付账款周转率         | 3.9    | 3.8   | 4.0   | 3.9   | 4.1   |
| <b>每股指标 (元)</b> |        |       |       |       |       |
| 每股收益 (最新摊薄)     | -11.46 | -3.20 | 1.90  | 4.27  | 5.93  |
| 每股经营现金流 (最新摊薄)  | 0.63   | 14.29 | 7.10  | 10.85 | 12.78 |
| 每股净资产 (最新摊薄)    | 34.20  | 33.52 | 35.42 | 39.69 | 45.63 |
| <b>估值比率</b>     |        |       |       |       |       |
| P/E             | -14.3  | -51.1 | 86.2  | 38.3  | 27.6  |
| P/B             | 4.8    | 4.9   | 4.6   | 4.1   | 3.6   |

资料来源: 公司财报, 长城证券产业金融研究院

### 免责声明

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究院，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。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他人作出邀请。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。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。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。

### 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于 2017 年 7 月 1 日起正式实施。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：本人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，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，不曾因，不因，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到任何形式的报酬。

### 投资评级说明

| 公司评级 |                                  | 行业评级 |                       |
|------|----------------------------------|------|-----------------------|
| 买入   | 预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅 15% 以上      | 强于大市 | 预期未来 6 个月内行业整体表现战胜市场  |
| 增持   | 预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 5%~15% 之间 | 中性   | 预期未来 6 个月内行业整体表现与市场同步 |
| 持有   | 预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 -5%~5% 之间 | 弱于大市 | 预期未来 6 个月内行业整体表现弱于市场  |
| 卖出   | 预期未来 6 个月内股价相对行业指数跌幅 5% 以上       |      |                       |
|      | 行业指中信一级行业，市场指沪深 300 指数           |      |                       |

### 长城证券产业金融研究院

#### 深圳

地址：深圳市福田区福田街道金田路 2026 号能源大厦南塔楼 16 层  
 邮编：518033  
 传真：86-755-83516207

#### 上海

地址：上海市浦东新区世博馆路 200 号 A 座 8 层  
 邮编：200126  
 传真：021-31829681  
 网址：<http://www.cgws.com>

#### 北京

地址：北京市宣武门西大街 129 号金隅大厦 B 座 27 层  
 邮编：100031  
 传真：86-10-88366686