

哔哩哔哩-W (09626.HK)

广告业务维持强劲增长，利润释放超预期

财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	22,528	26,832	30,226	33,052	36,255
增长率 yoy (%)	2.87	19.10	12.65	9.35	9.69
归母净利润 (百万元)	-4,822	-1,347	1,236	1,738	2,354
增长率 yoy (%)	35.7	72.1	191.8	40.6	35.5
ROE (%)	-33.5	-9.5	8.1	10.2	12.1
EPS 最新摊薄 (元)	-11.46	-3.20	2.94	4.13	5.59
P/E (倍)	-17.0	-60.8	66.3	47.2	34.8
P/B (倍)	5.7	5.8	5.3	4.8	4.2

资料来源：公司财报，长城证券产业金融研究院

事件：哔哩哔哩公布 25Q3 业绩，公司 25Q3 实现营业收入 76.85 亿元，同比增长 5.20%；毛利率为 36.67%，同比提升 1.80pct，环比提升 0.20pct；实现调整后归母净利润 7.86 亿元，同比增长 233%；经调整净利润率为 10.2%，同比提升 7.0pct。

社区生态繁荣发展，流量稳步提升。哔哩哔哩各项核心用户指标均创历史新高，其中 DAU 同比增长 9%至 1.17 亿；MAU 同比增长 8%至 3.76 亿；月付费用户亦同比增长 17%至 3500 万，主要驱动力为大会员订阅人数增长。此外，用户的日均使用时长为 112 分钟，同比增加 6 分钟，亦创历史新高。

流量高质量增长叠加广告基建持续完善，公司广告业务增长强劲。哔哩哔哩 25Q3 实现广告业务收入 25.7 亿元，同比增长 23%，增速领先线上广告行业，我们认为主要受益于（1）AI 技术提升营销素材制作效率以及广告投放效果，平台 AI 视频的素材消耗占到 60%以上，广告智能投放消耗超过 45%，分发效率整体效率提升了 10%以上；（2）凭借差异化流量结构以及独特社区氛围，广告主于哔哩哔哩平台投放更容易获得新客，新客和老客复购的概率变大，进而短线转化和长线沉淀的双目标。此外，双十一期间，公司广告收入同比增长 30%以上，客户数增长超过 100%，为所有行业带来的新客率是 55%，钟表饰品、日用品、食品、美妆等行业的新客率超过 60%以上。向后展望，我们认为 25Q4 以及 2026 年，广告业务有望维持 20%以上增速。

《三国：谋定天下》维持稳健表现，关注公司新游进展。哔哩哔哩游戏业务 25Q3 实现收入 15.1 亿元，同比下降 17%，主要因去年同期《三国：谋定天下》处于上线初期，高基数效应较为明显，《三谋》有望于 26Q1 上线港澳台繁体中文，26H2 推出更多的国际版本。目前，该游戏表现相对稳定，建议关注新赛季开启后流水表现。此外，公司新游戏“搜打撤”《逃离鸭科夫》全球销量已经超过 300 万份，同时在线人数达到了 30 万，有望冲击国产单机销量第二，该游戏后续有望陆续上线主机以及手游版本。此外，公司另外一款三国题材游戏《三国百将牌》目前处于测试阶段，有望于 26Q1 正式上线。因此，我们预计公司 2026 年游戏业务收入将呈现上半年较低，下半年开始逐步修复的态势。

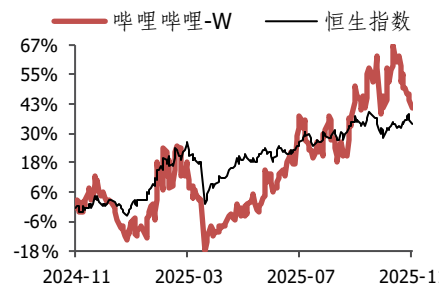
投资建议：公司流量维持高质量增长，叠加广告基建持续优化，广告业务有望

买入（维持评级）

股票信息

行业	传媒
2025 年 11 月 17 日收盘价 (港元)	205.00
总市值 (百万港元)	86,270.99
流通市值 (百万港元)	84,802.97
总股本 (百万股)	420.83
近 3 月日均成交额 (百万港元)	1,292.08

股价走势



作者

分析师 侯宾

执业证书编号：S1070522080001

邮箱：houbin@cgs.com

相关研究

- 《利润持续释放，AI 驱动广告商业化效率持续提升》2025-09-03
- 《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
- 《《三谋》逐步确认收入，经调整净利润首次实现转正》2024-11-21

维持强劲增长。业务结构优化下，我们认为公司中长期有望达到其调整后营业利润率达到 15% 的目标。我们预计 2025-2027 年公司实现营收 302/331/363 亿元；经调整归母净利润 25.1/30.9/39.9 亿元；对应 PE 分别为 32.6/26.5/20.5 倍，维持“买入”评级。

风险提示：游戏流水不及预期；流量增长不及预期；广告商业化基建升级不及预期；AI 技术应用不及预期。

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
流动资产	18727	19756	19682	21670	24725
现金	7242	10299	11925	14577	18060
应收票据及应收账款	1574	1227	992	928	923
预付账款	1742	1762	1627	1538	1392
其他流动资产	8170	6468	5138	4627	4351
非流动资产	14432	12942	13875	14660	15221
固定资产	715	589	897	1532	2418
无形资产	3628	3201	2401	1601	800
其他非流动资产	10090	9152	10577	11527	12002
资产总计	33159	32699	33558	36330	39945
流动负债	18104	14763	14373	15390	16628
短期借款	7456	1572	1572	1572	1572
应付票据及应付账款	4334	4801	4838	5175	5627
其他流动负债	6314	8390	7963	8643	9429
非流动负债	651	3832	3796	3829	3904
长期借款	1	3264	3258	3310	3397
其他非流动负债	650	568	538	519	507
负债合计	18755	18595	18205	19222	20460
少数股东权益	12	-4	8	26	49
资本公积	14179	13841	12841	11841	10841
归属母公司股东权益	14392	14108	15345	17082	19436
负债和股东权益	33159	32699	33558	36330	39945

现金流量表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	267	6015	3267	4346	5115
净利润	-4812	-1364	1249	1755	2378
折旧摊销	2923	2501	967	1116	1339
财务费用	-342	-277	-126	-168	-230
其他经营现金流	2497	5154	1177	1643	1628
投资活动现金流	1762	-138	-1767	-1862	-1862
资本支出	1494	1838	1900	1900	1900
其他投资现金流	268	-1976	-3667	-3762	-3762
筹资活动现金流	-5075	-2825	126	168	230
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	126	168	230
现金净增加额	-3046	3051	1625	2652	3483

利润表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	22528	26832	30226	33052	36255
营业成本	17086	18058	19166	20499	22293
销售费用	3916	4402	4446	4928	5261
研发及管理费用	6590	5716	5565	5986	6468
财务费用	-342	-277	-126	-168	-230
营业利润	-4722	-1067	1174	1808	2463
营业外收入	-11	-333	140	40	40
利润总额	-4733	-1400	1314	1848	2503
所得税	79	-37	66	92	125
净利润	-4812	-1364	1249	1755	2378
少数股东损益	11	-17	12	18	24
归属母公司净利润	-4822	-1347	1236	1738	2354
经调整归母净利润	-3425	-22	2510	3090	3994
EBITDA	-2152	824	2156	2795	3612
EPS (元/股)	-11.46	-3.20	2.94	4.13	5.59

主要财务比率

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入 (%)	2.87	19.10	12.65	9.35	9.69
归属母公司净利润 (%)	35.9	71.7	191.6	40.6	35.5
获利能力					
毛利率 (%)	24.2	32.7	36.6	38.0	38.5
净利率 (%)	-21.4	-5.1	4.1	5.3	6.6
ROE (%)	-33.5	-9.5	8.1	10.2	12.1
ROIC (%)	-19.1	-6.1	6.0	9.0	12.3
偿债能力					
资产负债率 (%)	56.6	56.9	54.3	52.9	51.2
净负债比率 (%)	1.5	-38.7	-46.2	-56.9	-67.9
流动比率	1.0	1.3	1.4	1.4	1.5
速动比率	0.6	0.9	1.0	1.1	1.2
营运能力					
总资产周转率	0.7	0.8	0.9	0.9	0.9
应收账款周转率	14.3	21.9	30.5	35.6	39.3
应付账款周转率	3.9	3.8	4.0	4.0	4.0
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	-11.46	-3.20	2.94	4.13	5.59
每股经营现金流 (最新摊薄)	0.63	14.29	7.76	10.33	12.16
每股净资产 (最新摊薄)	34.20	33.52	36.46	40.59	46.19
估值比率					
P/E	-17.0	-60.8	66.3	47.2	34.8
P/B	5.7	5.8	5.3	4.8	4.2

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