

**买入**
**游戏广告双轮驱动增长，成本优化带动净利创新高**
**哔哩哔哩 (BILI.O)**

2025-09-08 星期一

目标价:	<b>27.70 美元</b>
现 价:	<b>22.41 美元</b>
预计升幅:	<b>23.8%</b>

### 重要数据

日期	2025-09-05
收盘价 (美元)	22.41
总股本 (亿股)	4.20
总市值 (亿美元)	94.3
净资产 (亿美元)	19.92
总资产 (亿美元)	54.59
52 周高低 (美元)	31.77/14.36
每 ADS 净资产(美元)	4.74

数据来源:Wind、国元证券经纪(香港)整理

### 主要股东

Deutsche Bank	22.43%
Vanship Limited	11.70%
腾讯	7.78%

### 相关报告

哔哩哔哩 (BILI.US) -首发报告-20180731  
哔哩哔哩 (BILI.US) -更新报告-20180927、  
20181128、20190306、20190515、20190824、  
20191123、20200213、20200320、20200522、  
20210317、20211021、20220616、20220930、  
20231012、20241211、20250303

### 研究部

姓名: 李承儒  
SFC: BLN914  
电话: 0755-21519182  
Email: licr@gyzq.com.hk

### 【投资要点】

#### ➤ 盈利能力显著增强，收入结构及成本端持续优化

公司二季度实现总营收 73.4 亿元人民币，同比增长 20%。二季度实现毛利为 26.8 亿元，同比增加 46%。毛利率提升至 36.5%，本季度毛利率同比大幅增长主要归功于高毛利业务（如游戏和广告）的快速增长以及公司对成本的有效控制。最终二季度实现净利润 2.18 亿元，同比实现扭亏。分业务来看，游戏业务收入达 16.1 亿元，同比增长 60%；广告业务收入为 24.5 亿元，同比增长 20%；增值服务业务收入达到 28.4 亿元，同比增长 11%；IP 衍生品及其他业务收入为 4.4 亿元，同比下降 15%。

#### ➤ 游戏业务爆发引领增长，深化长线运营及布局新品

公司独家代理的旗舰级 SLG 游戏《三国：谋定天下》持续爆款，二季度上线一周年庆典并推出 S8 赛季，丰富的活动内容极大地刺激了用户活跃度和付费意愿，使其用户活跃度创下年内新高，流水表现强劲。同时公司积极扩充产品组合，目前已储备了 4 至 5 款新游戏等待版号审批，避免业绩对单一爆款的过度依赖。

#### ➤ 社区生态价值突显，AI 技术赋能广告商业化提速

公司广告业务二季度实现 20% 的稳健增长，主要得益于公司持续繁荣的社区生态，通过不断优化广告产品形态，提升广告加载率和投放精准度，特别是效果广告收入实现了超过 30% 的同比增长，成为广告业务增长的主要引擎。与此同时，公司在探索生态与 AI 结合的应用成果显著，尤其是在广告业务上，利用 AI 技术重构了广告基础设施，从推荐算法、素材创意到智能投放，实现了全链路的效率提升。

#### ➤ 看好公司长期盈利能力提升，维持买入评级

公司社区生态与商业化进程的加速共振，提升用户体验和商业化效率，看好公司未来收入增长潜力以及盈利能力提升。目前我们采用分部估值法，分别按游戏业务 15 倍 PE、直播及会员业务 2 倍 PS、广告业务 15 倍 PE、电商及其他 1 倍 PS 估值，给予公司 116.7 亿美元市值目标，对应目标价 27.7 美元，相较于现价预计有 23.8% 的升幅，维持“买入”评级。

货币单位: 人民币	2023A	2024A	2025E	2026E	2026E
总营收 (百万元)	22,528	26,832	30,236	33,963	37,513
变动	2.87%	19.10%	12.69%	12.32%	10.45%
净利润 (百万元)	-4,812	-1,364	852	1,632	2,528
变动				91.55%	54.91%
经营利润率	-22.48%	-5.01%	1.70%	4.16%	6.63%
每股盈利 (元)	(12.3)	(3.5)	2.2	4.2	6.5
市盈率 (倍)	N/A	N/A	73.6	38.4	24.8
市销率 (倍)	3.0	2.5	2.2	2.0	1.8

数据来源: Wind、公司年报、国元证券经纪(香港)整理

## 【報告正文】

### ➤ 盈利能力显著增强，收入结构及成本端持续优化

公司二季度实现总营收 73.4 亿元人民币，同比增长 20%。二季度实现毛利为 26.8 亿元，同比增加 46%。毛利率提升至 36.5%，而 2024 年同期为 29.9%，本季度毛利率同比大幅增长主要归功于高毛利业务（如游戏和广告）的快速增长以及公司对成本的有效控制。最终二季度实现净利润 2.18 亿元，同比实现扭亏，而去年年同期为录得净亏损 6.08 亿元。二季度实现经调整净利润 5.61 亿元，2024 年同期则为亏损 2.71 亿元，进一步印证了其盈利能力实质性改善。分业务来看，公司收入结构呈现出更加均衡和健康的态势，游戏业务成为本季度最大的增长亮点，收入达 16.1 亿元，同比增长 60%；广告业务继续保持强劲增长，收入为 24.5 亿元，同比增长 20%；增值服务业务作为公司的基本盘，收入达到 28.4 亿元，同比增长 11%，保持稳健增长步伐；IP 衍生品及其他业务收入为 4.4 亿元，同比下降 15%。总体来看，公司不仅在营收规模上稳步扩张，更在盈利能力和收入结构多元化方面取得了决定性进展，为公司未来的可持续发展奠定了坚实的基础。

### ➤ 游戏业务爆发引领增长，深化长线运营及布局新品

公司二季度游戏业务的爆发式增长主要是由于公司独家代理的旗舰级 SLG 游戏《三国：谋定天下》持续爆款。该游戏于 2024 年上线后，凭借其创新的玩法和精细化的长线运营，积累了庞大且忠诚的用户群体。2025 年第二季度《三国：谋定天下》上线一周年庆典并推出 S8 赛季，丰富的活动内容极大地刺激了用户活跃度和付费意愿，使其用户活跃度创下年内新高，流水表现强劲。展望未来公司对《三国：谋定天下》等头部产品会继续进行精细化的长线运营，计划在年底推出繁体中文版，并在 2026 年上线 Steam 和网页版以拓展多端用户，持续挖掘其生命周期价值。另一方面，公司也积极扩充产品组合，目前已储备了 4 至 5 款新游戏等待版号审批。公司计划在下半年重点推出《逃离鸭科夫》、《嘟嘟脸恶作剧》（或《诡计 RE:VIVE》）以及一款三国 IP 的休闲游戏，旨在通过“品类年轻化”战略，探索更多创新题材，以满足 Z 世代用户的多元化需求，避免业绩对单一爆款的过度依赖。

### ➤ 社区生态价值突显，AI 技术赋能广告商业化提速

公司广告业务二季度实现 20% 的稳健增长，主要得益于公司持续繁荣的社区生态。截至第二季度末，公司 DAU 稳定增长至 1.09 亿，同比增长 7%，MAU 达到 3.63 亿，同比增长 8%。用户粘性持续提升，日均使用时长增至 105 分钟，

同比增长 6 分钟。庞大且高粘性的年轻用户社区，为广告主提供了极具吸引力的营销场景。公司通过不断优化广告产品形态，提升广告加载率和投放精准度，特别是效果广告收入实现了超过 30% 的同比增长，成为广告业务增长的主要引擎。另外，公司在 2025 年重点推出的“公司小程序”是其战略布局的关键一步。在公司客户端中，部分与商家合作的 UP 主视频下方会设有小程序入口，用户点击这个入口就能进入小程序。另外，若首页视频卡片显示“打开小程序”，点击后可跳转至微信小程序，目前支持小游戏和金融类广告小程序。通过小程序，公司可以在端内实现从内容种草到商品购买、服务预订的全链路转化，这不仅极大地提升了效果广告的 ROI，也为电商和本地生活等业务的拓展提供了强大的基础设施，将公司巨大的社区流量更顺畅地转化为商业价值。与此同时，公司在探索生态与 AI 结合的应用成果显著，尤其是在广告业务上。公司利用 AI 技术重构了广告基础设施，从推荐算法、素材创意到智能投放，实现了全链路效率提升。

#### ➤ 看好公司盈利能力提升，维持买入评级

公司作为中国年轻一代领先的视频社区，核心投资价值在于高粘性的 Z+ 世代用户基础、广告与游戏双轮驱动的收入增长、持续改善的盈利能力，以及 AI 技术对运营效率的显著提升。其深度社区生态与商业化进程的加速共振，提升用户体验和商业化效率，构成长期增长潜力。看好公司未来收入增长潜力以及盈利能力提升，目前我们采用分部估值法，分别按游戏业务 15 倍 PE、直播及会员业务 2 倍 PS、广告业务 15 倍 PE、电商及其他 1 倍 PS 估值，给予公司 116.7 亿美元市值目标，对应目标价 27.7 美元，相较于现价预计有 23.8% 的升幅，维持“买入”评级。

**表 1：社交娱乐行业估值比较 (20250905)**

代码	证券名称	总市值 亿港元	EPS (港元)					市盈率PE		市净率PB	市销率PS 2025TTM
			2024	2025E	2026E	2024A	2025E	2026E	2025TTM		
0700.HK	腾讯控股	54,349.3	22.6	26.1	29.9	25.6	22.7	19.8	4.4	7.0	
9911.HK	赤子城科技	166.0	0.5	0.7	1.0	19.5	15.7	12.3	7.6	2.5	
9898.HK	微博-SW	221.3	9.9	12.6	12.5	9.2	7.2	7.2	0.8	1.6	
JOYY.O	欢聚	248.5	-1.0	4.4	1.7	-13.2	5.4	13.8	0.5	1.5	
BMBL.O	BUMBLE	52.4	-35.8	-18.6	12.9	-0.9	-2.7	3.9	0.8	0.6	
META.O	META	146,659.2	191.0	214.8	234.6	30.3	26.7	24.5	9.6	10.5	
SNAP.N	SNAP	934.3	-3.3	-3.3	-2.6	-17.2	-16.5	-19.8	5.8	2.1	
MTCH.O	MATCH	701.6	16.5	17.3	22.8	16.4	15.6	12.8	-39.0	2.6	

资料来源：Wind 一致预期、国元证券经纪（香港）预测及整理

## 【风险提示】

- 活跃用户增长不及预期；
- 新游戏增长不及预期；
- 宏观经济波动影响；
- AI 投入增长超预期；

## 【财务报表摘要】

损益表					财务分析						
<百万元>, 财务年度截至<十二月>						2023年历史	2024年历史	2025年预测	2026年预测	2027年预测	
收入	22,528	26,832	30,236	33,963	37,513	盈利能力	2023年历史	2024年历史	2025年预测	2026年预测	2027年预测
收入	22,528	26,832	30,236	33,963	37,513	毛利率 (%)	24.2%	32.7%	36.6%	43.5%	45.9%
成本	-17,086	-18,058	-19,169	-19,183	-20,303	EBIT率 (%)	-22.5%	-5.0%	1.7%	8.6%	11.1%
毛利	5,442	8,774	11,067	14,780	17,210	净利润率 (%)	-21.9%	-5.7%	2.8%	9.3%	11.2%
销售费用	-3,916	-4,402	-4,717	-5,298	-5,852	ROE	-34.3%	-10.9%	5.3%	15.1%	15.7%
研发费用	-4,467	-3,685	-3,931	-4,415	-4,877	营运表现					
管理费用	-2,122	-2,031	-1,905	-2,140	-2,326	费用/收入 (%)	46.6%	37.7%	34.9%	34.9%	34.8%
营运利润	-5,064	-1,344	515	2,927	4,156	实际税率 (%)	-1.6%	2.3%	3.4%	5.1%	8.2%
其他收入	199	-232	368	390	414	应收账款天数	38	16	16	16	16
税前利润	-4,866	-1,576	882	3,317	4,570	应付账款天数	93	97	97	97	97
所得税	-79	37	-30	-170	-375	财务状况					
净利润	-4,944	-1,539	852	3,147	4,195	负债/权益	1.26	1.05	0.98	0.81	0.69
经调整利润	-3,446	89	2,447	4,881	6,081	收入/总资产	0.68	0.82	0.84	0.82	0.76
增长						总资产/权益	2.30	2.31	2.21	1.99	1.83
收入增长 (%)	2.9%	19.1%	12.7%	12.3%	10.5%	商誉/总资产	8.2%	8.3%	7.6%	6.5%	5.6%
净利润 (%)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	现金/总资产	37.5%	42.4%	49.4%	54.6%	59.9%
资产负债表					现金流量表						
<百万元>, 财务年度截至<十二月>					<百万元>, 财务年度截至<十二月>						
						2023年历史	2024年历史	2025年预测	2025年预测	2025年预测	
现金及等价物	7,192	10,249	14,133	19,147	25,774	利润	-4,812	-1,364	852	3,147	4,195
定期存款	5,195	3,588	3,588	3,588	3,588	折旧及摊销	2,730	2,327	3,660	2,579	2,920
短期投资	2,653	2,707	2,707	2,707	2,707	股权激励费用	1,133	1,116	1,385	1,524	1,676
应收账款	2,364	1,227	1,383	1,553	1,715	坏账准备计提	0	0	0	0	0
预付及其他资产	1,273	1,935	2,180	2,449	2,705	汇兑亏损	1	-3	0	0	0
流动资产	18,677	19,706	23,991	29,444	36,489	投资公允值变动	436	470	0	0	0
固定资产	715	589	709	853	1,027	运营资本变化	779	3,468	504	668	1,131
制作成本	2,066	1,851	1,851	1,851	1,851	经营活动现金流	267	6,015	6,401	7,918	9,922
无形资产	3,628	3,201	1,989	2,171	2,371	购买物业及设备	-182	-465	-748	-905	-1,094
商誉	2,725	2,725	2,725	2,725	2,725	购买无形资产	-1,148	-1,290	-1,819	-2,000	-2,200
长期投资	5,252	4,576	4,576	4,576	4,576	投资活动	3,092	1,617	0	0	0
总资产	33,062	32,649	35,841	41,619	49,040	投资活动现金流	1,762	-138	-2,567	-2,905	-3,295
应付账款	4,334	4,801	5,097	5,101	5,398	融资活动现金流	-5,075	-2,825	0	0	0
应付职工薪酬	1,219	1,599	1,919	2,495	3,244						
应交税费	345	429	429	429	429						
递延收入	2,954	3,802	4,285	4,813	5,316						
应计负债	1,781	2,559	2,559	2,559	2,559						
其他	7,456	1,572	1,572	1,572	1,572						
流动负债	18,089	14,763	15,861	16,968	18,518						
长期负债	651	3,832	3,832	3,832	3,832						
权益	14,404	14,104	16,198	20,869	26,740						

# 投资评级定义及免责条款

## 投资评级

买入	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅不小于 20%
持有	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅在正负 20%之间
卖出	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅不小于 -20%
未评级	对未来 12 个月内目标价不做判断

## 免责条款

### 一般声明

本报告由国元证券经纪（香港）有限公司（简称“国元证券经纪（香港）”）制作，国元证券经纪（香港）为国元国际控股有限公司的全资子公司。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国元证券经纪（香港）及其关联机构对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成对买卖任何证券或其他金融工具的出价或征价或提供任何投资决策建议的服务。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐或投资操作性建议。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，自主审慎做出决策并自行承担风险。投资者在依据本报告涉及的内容进行任何决策前，应同时考虑各自的投资目的、财务状况和特定需求，并就相关决策咨询专业顾问的意见对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国元证券经纪（香港）及/或其关联人员均不承担任何责任。

本报告署名分析师与本报告中提及公司无财务权益关系。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，国元证券经纪（香港）可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

本报告署名分析师可能会不时与国元证券经纪（香港）的客户、销售交易人员、其他业务人员或在本报告中针对可能对本报告所涉及的标的证券或其他金融工具的市场价格产生短期影响的催化剂或事件进行交易策略的讨论。这种短期影响的分析可能与分析师已发布的关于相关证券或其他金融工具的目标价、评级、估值、预测等观点相反或不一致，相关的交易策略不同于且也不影响分析师关于其所研究标的证券或其他金融工具的基本面评级或评分。

国元证券经纪（香港）的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国元证券经纪（香港）没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国元国际控股有限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的意见不一致的投资决策。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。

分析中所做的预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显着地影响所预测的回报。

本报告提供给某接收人是基于该接收人被认为有能力独立评估投资风险并就投资决策能行使独立判断。投资的独立判断是指，投资决策是投资者自身基于对潜在投资的目标、需求、机会、风险、市场因素及其他投资考虑而独立做出的。

### 特别声明

在法律许可的情况下，国元证券经纪（香港）可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到国元证券经纪（香港）及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。

本报告的版权仅为国元证券经纪（香港）所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版。复制、刊登、发表或引用。

### 分析员声明

本人具备香港证监会授予的第四类牌照——就证券提供意见。本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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受到任何形式的补偿。

国元国际控股有限公司  
香港中环康乐广场 8 号交易广场三期 17 楼  
电 话：(852) 3769 6888  
传 真：(852) 3769 6999  
服务热线：400-888-1313  
公司网址：<http://www.gyzq.com.hk>