

经营质量持续改善，用户年轻化价值凸显

—— 2025Q1 业绩点评

2025 年 5 月 20 日

核心观点

- 事件** 公司公布 2025 年度一季度业绩：2025 年第一季度公司实现营业收入 70.03 亿元，同比增长 23.63%；归母净利润为-0.09 亿元，同比收窄 98.78%；经调整后净利润为 3.62 亿元，同比扭亏为盈，且公司已连续三个季度实现非公认会计准则下的盈利。公司 2024 年第四季度单季度毛利率 36.3%，单季毛利率实现连续十一个季度环比增长。
- 独代爆款驱动游戏业务增长，广告业务商业化效率持续提升** 2025Q1 公司游戏业务收入为 17.31 亿元，同比增长 76.14%。公司独家代理游戏《三国：谋定天下》2024 年上线后表现优异，考虑到 SLG 游戏整体的运营节奏和该游戏上线初期的市场表现，我们认为该游戏有望为公司带来持续可观业绩；2025Q1 公司广告业务收入为 19.98 亿元，同比增长 19.72%，主要由效果广告部分贡献，公司通过优化算法模型，精准匹配用户兴趣标签（如二次元、科技、学习等垂直领域），不断提升广告的转化效率。
- 月活与时长双创新高，年轻化价值凸显** 2025 第一季度 B 站 DAU 和 MAU 分别为 1.07 和 3.68 亿，日均用户使用时长为 108 分钟，MAU 和日均用户时长均创新高，显示出 B 站社区生态仍呈现蓬勃发展的态势。B 站 2025 年首次实时转播了央视春晚，带动除夕当日日活同比增长 30%。我们认为，精品内容的不断供给是 B 站社区生态持续繁荣的基石，有助于维持 B 站用户的黏性，也将持续验证“内容-用户-付费”的转化逻辑。考虑到目前哔哩哔哩的用户平均年龄仅 26 岁，用户消费力有望随年龄增长持续释放。
- 投资建议：**公司在游戏和广告业务的双轮驱动下，营收端保持可观增长速度，同时毛利率不断提升，并连续三个单季经调整归母净利润为正，盈利能力持续得到验证。考虑到游戏业务长线运营和广告业务对增长的持续贡献，我们调整公司 2025-2027 年营业收入预测值分别为 315.59/ 350.90/ 384.50 亿元，同比增长 17.6%/11.2%/9.6%，维持“推荐”评级。
- 风险提示：**宏观经济不及预期的风险、在线视频行业竞争加剧的风险、新游长线运营表现不及预期的风险、广告及直播业务增长不及预期的风险。

主要财务指标预测

	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	26,832	31,559	35,090	38,450
收入增长率	19.1%	17.6%	11.2%	9.6%
Non-GAAP 归母净利润(百万元)	-39	1,850	4,141	5,457
毛利率	32.7%	39.0%	41.5%	43.0%
P/S	2.03	1.75	1.57	1.44
Non-GAAP/E	-	29.86	13.34	10.12

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

哔哩哔哩-W (9626.HK)

推荐 维持评级

分析师

岳铮

☎：010-8092-7630

✉：yuezheng-yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130522030006

研究助理 祁天睿

☎：010-8092-7603

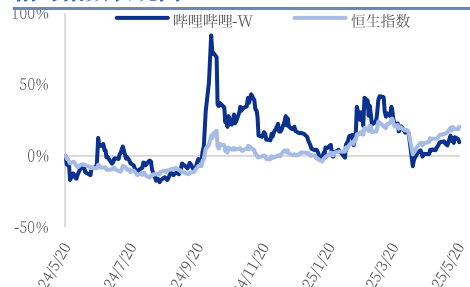
✉：qitianrui_yj@chinastock.com.cn

市场数据

2025-05-20

H 股收盘价(港元)	140.20
恒生指数	23,681.48
总股本(万股)	42,726
总市值(亿港元)	599

相对指数表现图



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

相关研究

【银河传媒互联网】公司 2024Q4 业绩点评_哔哩哔哩 (9626.HK) _盈利能力不断改善，社区生态持续繁荣

【银河传媒互联网】公司 2024 年三季报点评_哔哩哔哩 (9626.HK) _单季首次实现扭亏，社区商业化不断推进

附录：

公司财务预测表

资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	19,756	24,001	30,774	37,681
现金	10,249	15,139	22,559	29,856
应收账款及票据	1,227	1,578	1,706	1,816
存货	0	214	228	243
其他	8,280	7,070	6,282	5,766
非流动资产	12,942	10,826	8,633	7,807
固定资产	589	446	319	178
无形资产	5,926	4,252	2,163	1,042
其他	6,427	6,128	6,150	6,587
资产总计	32,699	34,827	39,407	45,488
流动负债	14,763	16,016	17,459	19,165
短期借款	1,572	1,685	1,858	2,000
应付账款及票据	4,801	4,864	5,285	5,668
其他	8,390	9,468	10,317	11,496
非流动负债	3,832	3,795	3,795	3,795
长期债务	3,264	3,264	3,264	3,264
其他	568	531	531	531
负债合计	18,595	19,812	21,255	22,960
储备	13,841	14,749	17,873	22,232
归属母公司股东权益	14,108	15,016	18,140	22,499
少数股东权益	-4	-1	12	29
股东权益合计	14,104	15,015	18,152	22,528
负债和股东权益	32,699	34,827	39,407	45,488

现金流量表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	6,015	3,353	5,553	6,466
净利润	-1,347	908	3,124	4,358
少数股东权益	-17	4	13	18
折旧摊销	2,501	2,258	1,543	674
其他	4,877	184	873	1,416
投资活动现金流	-138	1,635	1,911	910
资本支出	-1,755	-440	672	589
其他投资	1,617	2,075	1,239	321
筹资活动现金流	-2,825	-99	-44	-78
现金净增加额	3,058	4,890	7,419	7,297

资料来源：Wind，中国银河证券研究院

利润表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	26,832	31,559	35,090	38,450
其他收入	0	0	0	0
营业成本	18,058	19,266	20,518	21,913
销售费用	4,402	5,365	5,439	5,383
管理费用	0	2,683	2,632	2,499
研发费用	3,685	4,103	4,211	4,229
财务费用	-346	-544	-662	221
除税前溢利	-1,400	940	3,234	4,511
所得税	-37	28	97	135
净利润	-1,364	912	3,137	4,376
少数股东损益	-17	4	13	18
归母净利润	-1,347	908	3,124	4,358
Non-GAAP 归母净利润	-39	1,850	4,141	5,457

主要财务比率	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	19.10%	17.62%	11.19%	9.57%
毛利率	32.70%	38.95%	41.53%	43.01%
销售净利率	-5.02%	2.88%	8.90%	11.34%
Non-GAAP ROE	-0.28%	12.32%	22.83%	24.25%
资产负债率	56.87%	56.89%	53.94%	50.47%
净负债比率	-38.38%	-67.86%	-96.06%	-109.16%
流动比率	1.34	1.50	1.76	1.97
速动比率	1.33	1.48	1.74	1.95
总资产周转率	0.81	0.93	0.95	0.91
应收账款周转率	19.16	22.50	21.37	21.84
应付账款周转率	3.95	3.99	4.04	4.00
Non-GAAP 每股收益	-0.09	4.33	9.69	12.77
每股经营现金流	14.28	7.85	13.00	15.13
每股净资产	33.49	35.15	42.46	52.66
Non-GAAP P/E	-	29.86	13.34	10.12
P/B	3.86	3.68	3.04	2.46
P/S	2.03	1.75	1.57	1.44

分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

岳铮，传媒互联网行业分析师。约翰霍普金斯大学硕士，于 2020 年加入银河证券研究院投资研究部。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河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。银河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。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒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。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

评级标准

评级标准	评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 到 12 个月行业指数（或公司股价）相对市场表现，其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准，北交所市场以北证 50 指数为基准，香港市场以恒生指数为基准。	行业评级	推荐：相对基准指数涨幅 10%以上
		中性：相对基准指数涨幅在-5%~10%之间
		回避：相对基准指数跌幅 5%以上
	公司评级	推荐：相对基准指数涨幅 20%以上
		谨慎推荐：相对基准指数涨幅在 5%~20%之间
		中性：相对基准指数涨幅在-5%~5%之间
		回避：相对基准指数跌幅 5%以上

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

北京市丰台区西营街 8 号院 1 号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：程 曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

上海地区：陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

李洋洋 021-20252671 liyangyang_yj@chinastock.com.cn

北京地区：田 薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

褚 颖 010-80927755 chuying_yj@chinastock.com.cn