

哔哩哔哩 (BILI)

2025Q1 业绩点评：业绩超预期，用户流量增长显著，盈利潜力持续释放

买入（维持）

盈利预测与估值	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入（百万元）	22,528	26,832	29,855	31,790	33,753
同比（%）	3%	19%	11%	6%	6%
归母净利润（百万元）	-4,822	-1,347	577	1,618	2,792
同比（%）	-	-	-	180%	73%
Non-GAAP 归母净利润(百万元)	-3,425	-22	1,935	3,027	4,201
同比（%）	-	-	-	56%	39%
EPS-最新摊薄（元/股）	-8.02	-0.05	4.53	7.08	9.83
P/E（现价&最新摊薄）	-	-	96.78	34.52	20.00
PE（Non-GAAP）	-	-	28.87	18.45	13.29

投资要点

■ **事件：**2025Q1 公司业绩超预期，实现收入 70.03 亿元，yoy+24%，qoq-9%，高于彭博一致预期的 69.12 亿元，经调整归母净利润 3.63 亿元，高于彭博一致预期的 2.47 亿元。

■ **用户流量创新高，利润率稳步提升。**用户流量端，2025Q1 公司 DAU 达 1.07 亿，MAU 达 3.68 亿，日均使用时长 108 分钟，MAU 和用户日均使用时长均创历史新高，月均付费用户数亦达到 3200 万的历史新高，主要得益于公司长期坚持优质内容，社区健康发展，同时 2025Q1 公司与中央电视台合作提供 2025 年春节联欢晚会独家弹幕直播及内容平台，为平台带来有效用户增量。成本及费用端，2025Q1 公司毛利率连续 11 个季度环比提升至 36.3%，yoy+7.9pct，qoq+0.2pct，主要得益于高毛利率业务收入占比提升以及类固定成本摊薄。2025Q1 公司销售、管理、研发费用率分别为 16.7%、7.4%、12.0%，yoy+0.3pct、-2.0pct、-5.0pct，qoq+0.7pct、+0.8pct、+0.1pct，延续良好的费用管控趋势，2025Q1 公司经调整归母净利率 5.2%，yoy+12.9pct，qoq-0.7pct。

■ **广告增长潜力持续释放，增值业务平稳增长。**2025Q1 公司广告收入 19.98 亿元，yoy+20%，qoq-16%，其中效果类广告增长强劲，同比增速超 30%，公司持续贯彻一横 N 纵政策，AI 赋能提升广告产品和技术基建，提升转化驱动 ECPM 提升，同时深耕垂直赛道，随着用户平均年龄增长至 26 岁，消费力增强，用户商业化价值不断提升，母婴宠物、家居家装等品类也迎来高速增长。2025Q1 公司增值服务收入 28.07 亿元，yoy+11%，qoq-9%，同比增长主要系直播及其他增值服务的收入增加。

■ **游戏延续长线运营思路，关注《三谋》周年庆表现。**2025Q1 公司移动游戏收入 17.31 亿元，yoy+76%，qoq-4%，同比增长主要系《三国：谋定天下》贡献增量。《三谋》延续公司长线运营思路，2025 年 4 月 S7 赛季首日 DAU 达年内新高，公司持续优化内容玩法，同时联动平台内容生态拉新促活，积极关注《三谋》S8 赛季周年庆表现，同时关注《三谋》年内的小程序版本、繁体中文版上线进展。

■ **盈利预测与投资评级：**我们维持此前盈利预测，预计公司 2025-2027 年经调整归母净利润分别为 19.35/30.27/42.01 亿元，对应当前股价 PE 分别为 29/18/13 倍，看好公司商业化效率提升，驱动盈利潜力持续释放，维持“买入”评级。

■ **风险提示：**若游戏流水不及预期，商业化不及预期，行业监管风险。

2025 年 05 月 22 日

证券分析师 张良卫

执业证书：S0600516070001

021-60199793

zhanglw@dwzq.com.cn

证券分析师 周良玖

执业证书：S0600517110002

021-60199793

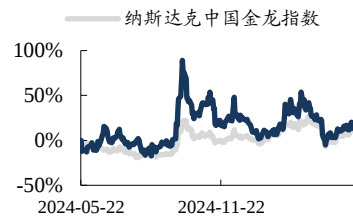
zhoulj@dwzq.com.cn

证券分析师 陈欣

执业证书：S0600524070002

chenxin@dwzq.com.cn

股价走势



市场数据

收盘价(美元)	18.15
一年最低/最高价	12.72/31.77
市净率(倍)	4.0
流通市值(百万美元)	6259.85
总市值(百万美元)	7754.79

基础数据

每股净资产(元,LF)	34.15
资产负债率(%,LF)	56.79%
总股本(百万股)	427.26
流通 A 股(百万股)	344.90

相关研究

《哔哩哔哩(BILI): 2024Q4 业绩点评：业绩超预期，关注广告增长潜力释放》
2025-02-23

《哔哩哔哩(BILI): 2024Q3 业绩点评：Non-GAAP 净利润首次转正，期待盈利潜力释放》
2024-11-15

哔哩哔哩三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	19,756	22,489	24,732	28,477	营业总收入	26,832	29,855	31,790	33,753
现金及现金等价物	13,888	16,539	18,366	22,212	营业成本	18,058	18,867	19,577	20,211
应收账款及票据	1,227	1,493	1,590	1,688	销售费用	4,402	4,787	5,033	5,212
存货	0	0	0	0	管理费用	2,031	2,069	2,003	2,025
其他流动资产	4,641	4,457	4,777	4,577	研发费用	3,685	3,407	3,420	3,465
非流动资产	12,942	12,593	13,584	14,231	其他费用	0	0	0	0
固定资产	2,440	2,340	2,264	2,220	经营利润	-1,344	725	1,757	2,840
商誉及无形资产	5,926	5,677	6,744	7,435	利息收入	435	379	387	420
长期投资	3,912	3,912	3,912	3,912	利息支出	89	93	93	93
其他长期投资	0	0	0	0	其他收益	-363	-456	-515	-513
其他非流动资产	664	664	664	664	利润总额	-1,362	556	1,537	2,654
资产总计	32,699	35,082	38,317	42,708	所得税	-37	-16	-77	-133
流动负债	14,763	15,394	15,804	16,170	净利润	-1,325	573	1,613	2,787
短期借款	1,572	1,372	1,172	972	少数股东损益	17	5	5	5
应付账款及票据	4,801	5,094	5,286	5,457	归属母公司净利润	-1,347	577	1,618	2,792
其他	8,390	8,929	9,346	9,742	EBIT	-6,368	-1,195	-1,814	-1,738
非流动负债	3,832	3,832	3,832	3,832	EBITDA	-3,856	-235	-29	551
长期借款	3,264	3,264	3,264	3,264	Non-GAAP	-22	1,935	3,027	4,201
其他	568	568	568	568					
负债合计	18,595	19,226	19,635	20,002					
股本	427	427	427	427	主要财务比率	2024A	2025E	2026E	2027E
少数股东权益	-4	4	4	4	每股收益(元)	-0.05	4.53	7.08	9.83
归属母公司股东权益	14,108	15,851	18,678	22,702	每股净资产(元)	33.01	37.11	43.72	53.14
负债和股东权益	32,699	35,082	38,317	42,708	发行在外股份(百万股)	427	427	427	427
					ROIC(%)	-28.5%	-27.9%	-26.2%	0.0%
					ROE(%)	-9.5%	3.6%	8.7%	12.3%
					毛利率(%)	32.7%	36.8%	38.4%	40.1%
					销售净利率(%)	-5.0%	1.9%	5.1%	8.3%
					资产负债率(%)	56.9%	54.8%	51.2%	46.8%
					收入增长率(%)	19.1%	11.3%	6.5%	6.2%
					净利润增长率(%)	-	-	180.4%	72.6%
					P/E	-	28.87	18.45	13.29
					P/B	3.96	3.52	2.99	2.46
					EV/EBITDA	-12.14	-187.33	-1,460.53	68.72

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,港元汇率为2025年5月22日的7.2025,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“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客户。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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也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报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（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，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>