

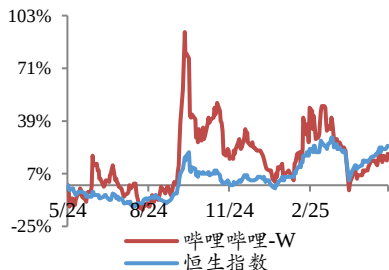
《三谋》稳健运营，利润侧持续改善

投资评级：买入（维持）

报告日期：2025-05-22

收盘价（港元） 146.00
近 12 个月最高/最低（港元） 238.8/98.9
总股本（百万股） 418
流通股本（百万股） 336
流通股比例（%） 80.29
总市值（亿港元） 610
流通市值（亿港元） 490

公司价格与恒生指数走势比较



分析师：金荣

执业证书号：S0010521080002

邮箱：jinrong@hazq.com

主要观点：

● 25Q1 业绩：

25Q1 公司实现营收 70.03 亿元，yoy+24%；25Q1 经调整归母净利润为 3.62 亿元，yoy+179%，公司用户生态持续完善，研发效率改善，研发开支 8.4 亿，同比减少 13%，公司经营状况改善。

分业务看，移动游戏超预期（17.3 亿 vs 16.9 亿 consensus），yoy+76%；增值服务超预期（28.1 亿 vs 27.8 亿 consensus），yoy+11%；广告收入 20 亿，基本符合预期，yoy+20%；IP 衍生品及其他高于预期（4.7 亿 vs 4.4 亿 consensus），yoy+4%。

● 《三谋》即将迎来周年季，带动业绩稳健增长

《三国：谋定天下》一季度稳健运营，为公司游戏业务贡献增量。二季度为《三国：谋定天下》周年季，游戏版本会有较大更新并且上线新英雄，在此活动影响下，三谋二季度有望贡献可观流水。游戏布局与储备上，公司除了深耕 SLG 类型游戏，在其他品类游戏也在完善产品矩阵，目前也有多款游戏获得版号，有望后续陆续上线。

● 核心用户稳健增长，打开广告业务增长潜力

公司 25Q1 实现 DAU1.07 亿，yoy+4.2%；MAU 达 3.7 亿；日活月活均实现乐观增长。一季度用户日均使用时长同比增长 2.9%至 108min，月均互动量达 167 亿，同时拥有 2.64 亿正式会员，环比增长 2.3%，12 个月会员留存依旧维持 80%高位。用户生态的完善为广告业务增长提供基础，一季度效果广告带动广告业务增长，后续在用户结构持续改善条件下，有望为广告业务带来势能。

● 投资建议

预计 25/26/27 年公司实现收入 300.4/330.7/362.6 亿，前次预测值分别为 306.6/336.2/359.6 亿元，实现经调整归母净利润 18.2/28.1/39.2 亿，前次预测值 25/26/27 年分别为 18.8/33.2/40.4 亿元。维持“买入”评级。

● 风险提示

互联网内容行业竞争加剧；商业化不及预期；用户增长不及预期；内容质量不及预期，宏观经济不及预期等。

● 重要财务指标

单位：百万元

主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	26,832	30,040	33,068	36,263
(+/-) (%)	19.1%	12.0%	10.1%	9.7%
经调整归母净利润	-39	1,822	2,813	3,922
(+/-) (%)	98.9%	4760.8%	54.4%	39.4%
EPS (NON-GAAP)	-0.09	4.27	6.59	9.18
P/E (NON-GAAP)	—	31.83	20.61	14.78

资料来源：wind，华安证券研究所

相关报告

1.哔哩哔哩 24Q4 业绩点评：利润转正后增势不减，盈利能力不断验证
2025-02-24

2.哔哩哔哩 24Q3 业绩点评：经调整净利润转负为正，盈利能力持续提升
2024-11-19

财务报表与盈利预测

单位: 百万元

资产负债表	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	18,621	20,777	24,257	28,026
现金	7,126	9,661	12,785	16,912
应收账款	1,883	1,987	2,273	2,399
存货	473	218	531	276
其他	9,139	8,911	8,667	8,440
非流动资产	13,425	12,427	11,436	10,452
固定资产	668	630	600	576
无形资产	5,953	5,553	5,153	4,752
租赁土地	0	0	0	1
权益性投资	1,802	1,742	1,682	1,621
其他	5,002	4,502	4,002	3,502
资产总计	32,046	33,203	35,693	38,478
流动负债	18,200	18,536	19,141	19,220
短期借款	7,456	7,456	7,456	7,456
应付账款	3,761	3,862	4,401	4,501
其他	6,984	7,218	7,284	7,263
非流动负债	651	651	651	651
长期借款	1	1	1	1
其他	650	650	650	650
负债合计	18,851	19,187	19,792	19,871
少数股东权益	-4	26	122	265
股本	0	0	0	0
留存收益和资本公积	13,199	13,990	15,779	18,342
归属母公司股东权益	13,199	13,991	15,779	18,342
负债和股东权益	32,046	33,203	35,693	38,478

单位: 百万元

现金流量表	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	-1,089	1,853	2,536	3,478
净利润	-1,347	637	1,634	2,408
资产折旧与摊销	647	638	630	625
营运资金的变动	-864	215	-251	-62
其他非现金调整	474	363	523	506
投资活动现金流	958	790	764	930
处置固定资产取得的收益	-402	-70	-96	73
资本性支出	-200	-200	-200	-200
其他	1,560	1,060	1,060	1,057
筹资活动现金流	65	-109	-176	-281
债权融资	0	0	0	0
股权融资	154	154	154	154
支付的利息和股利	-89	-263	-331	-435
其他	0	0	0	0
现金净增加额	-66	2,535	3,124	4,127

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

单位: 百万元

利润表	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	26,832	30,040	33,068	36,263
营业成本	18,058	18,911	20,500	22,085
销售费用	4,402	4,738	4,856	5,362
管理费用	2,031	2,051	2,162	2,438
研发费用	3,685	3,758	3,891	4,021
营业利润	-1,344	582	1,660	2,357
投资收入净额	-470	-356	-526	-363
利息收入	435	417	463	508
利息支出	-89	-263	-331	-435
汇兑净收益	-69	-127	-165	-218
其他收益/(支出)净额-非经营	175	413	595	653
债务清偿收益/亏损	-38.629	0	0	0
除税前溢利	-1,400	665	1,696	2,502
所得税	37	2	34	50
净利润	-1,364	667	1,730	2,552
少数股东损益	-17	30	96	143
归母净利润	-1347	637	1634	2408
归母净利润 (NON-GAAP)	-39	1822	2813	3922
EBITDA	-697	1219	2290	2982
EPS	-3.2	1.5	3.8	5.6
EPS (NON-GAAP)	-0.1	4.3	6.6	9.2

主要财务比率	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营业收入	19.1%	12.0%	10.1%	9.7%
营业利润	73.5%	143.3%	185.4%	42.0%
归母净利润	72.1%	147.3%	156.6%	47.4%
获利能力				
毛利率	32.7%	37.0%	38.0%	39.1%
净利率	-5.1%	2.2%	5.2%	7.0%
ROE	-10.2%	4.6%	10.4%	13.1%
偿债能力				
资产负债率	58.8%	57.8%	55.5%	51.6%
净负债比率	0.03	-0.16	-0.34	-0.51
流动比率	1.02	1.12	1.27	1.46
营运能力				
总资产周转率	0.84	0.90	0.93	0.94
应收账款周转率	15.52	15.52	15.52	15.52
应付账款周转率	4.46	4.96	4.96	4.96
每股指标 (元)				
每股收益	-0.09	4.27	6.59	9.18
每股经营现金	-2.59	4.34	5.94	8.14
每股净资产	31.34	32.83	37.24	43.58
估值比率				
P/E	—	31.8	20.6	14.8
P/B	4.2	4.1	3.6	3.1

分析师与研究助理简介

分析师：金荣，香港中文大学经济学硕士，天津大学数学与应用数学学士，曾就职于申万宏源证券研究所及头部互联网公司，金融及产业复合背景，善于结合产业及投资视角进行卖方研究。2015 年水晶球第三名及 2017 年新财富第四名核心成员。执业证书编号：S0010521080002

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安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。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安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。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 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；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。