哔哩哔哩-W（09626.HK）

广告商业化效率持续升级，关注《三谋》周年庆版本进展

财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	22,528	26,832	31,642	35,541	39,102
增长率 yoy（%）	2.87	19.10	17.93	12.32	10.02
归母净利润（百万元）	-4,822	-1,347	752	1,968	3,049
增长率 yoy（%）	35.7	72.1	155.8	161.8	54.9
ROE（%）	-33.5	-9.5	5.1	11.7	15.3
EPS 最新摊薄（元）	-11.29	-3.15	1.76	4.61	7.14
P/E（倍）	-11.4	-41.0	73.4	28.0	18.1
P/B（倍）	3.8	3.9	3.7	3.3	2.8

资料来源：公司财报，长城证券产业金融研究院

事件：哔哩哔哩发布 25Q1 业绩，公司 25Q1 实现营业总收入 70.03 亿元，同比增长 23.63%，增速环比提升 1.81pct；实现净亏损 0.11 亿元，同比收窄 99%；实现经调整净利润 3.62 亿元，同比扭亏为盈；经营现金流为 13.02 亿元，去年同期为 6.38 亿元。

流量稳健增长，广告商业化效率持续提升。哔哩哔哩流量侧 25Q1 实现稳健增长，MAU 达 3.68 亿，环比增长约 2800 万，我们认为主要受益于平台与春晚转播合作带动新用户增长；DAU 达 1.067 亿，同/环比均实现稳健增长；此外，平台用户群体平均年龄达 26 岁，用户消费能力与平台用户价值持续提升。公司 25Q1 广告业务实现收入 19.98 亿元，同比增长 20%，其中效果广告贡献主要增长动能（增速超 30%，占广告业务收入比例超 50%），我们认为主要受益于（1）公司流量实现量、质双增长；（2）广告库存持续释放，Ad-Load 逐步提升；（3）公司提升广告商业化基建，深度转化、归因分析、用户画像理解等能力持续加强，带动公司广告业务 eCPM 提升。向后展望，我们预计在 618、用户消费潜力释放等因素带动下，哔哩哔哩广告业务有望维持超行业增速，预计公司广告业务 25Q2 实现高双位同比增长。

游戏业务超预期，关注《三谋》S8 以及周年庆进展。哔哩哔哩 25Q1 游戏业务实现收入 17.31 亿元，同比增长 76%，超我们预期，主要受益于公司《三谋》强劲表现，S7 赛季开启首日创下 2025 年 DAU 最高纪录，体现了通过赛季优化吸引并留住用户的成效。向后展望，主要关注（1）《三谋》S8 赛季将于 5 月 31 日正式开启，且将开启周年庆版本，S8 已公布“诸葛亮”等强力武将，同时将更新地图、限定周年皮肤及推出游戏内活动，建议关注周年版本对游戏流水拉动作用以及公司长线运营能力；（2）《三谋》年底计划推出繁体中文国际版，面向中国香港、台湾和澳门地区玩家，推进该游戏全球化发展；同时计划将《三谋》引入小游戏平台，吸引更多新用户，建议关注相关进展。此外，公司目前有 4-5 款游戏版号处于审批流程中，积极探索类似《三谋》的新类型游戏机会，聚焦符合新一代玩家偏好的游戏开发，持续投资和探索相关领域。

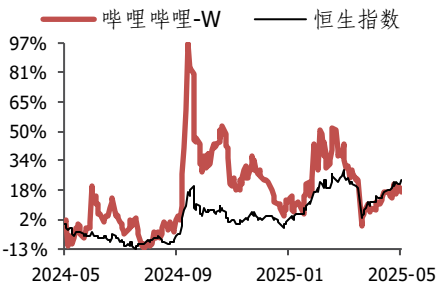
投资建议：流量稳健增长，广告商业化效率持续提升，《三谋》周年庆版本有望为公司游戏业务带来催化，业务结构优化以及经营效率提升下公司中长期有

买入（维持评级）

股票信息

行业	传媒
2025 年 5 月 20 日收盘价（港元）	140.20
总市值（百万港元）	59,902.05
流通市值（百万港元）	58,601.71
总股本（百万股）	427.26
近 3 月日均成交额（百万港元）	885.12

股价走势



作者

分析师 侯宾
执业证书编号：S1070522080001
邮箱：houbin@cgws.com

相关研究

1、《《三谋》逐步确认收入，经调整净利润首次实现转正》2024-11-21
2、《《三谋》带动游戏业务回暖，广告业务维持高质量增长 》2024-08-26
3、《哔哩哔哩-W（09626.HK）首次覆盖报告：内容及用户生态繁荣带动商业化提速，盈利可见性显著提升》2024-07-17

望达到公司 10-15%的经调整归母净利润率目标。我们预计 2025-2027 年公司实现营收 316/355/391 亿元；经调整归母净利润 20.12/31.98/43.28 亿元；对应 PE 分别为 27.4/17.2/12.7 倍，维持“买入”评级。

风险提示：视频行业竞争加剧；宏观经济波动；用户增长不及预期；商业化变现不及预期。

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	19850	22704	26811
现金	7242	10299	11729	15077	19623
应收票据及应收账款	1574	1227	1039	998	995
预付账款	1742	1762	1703	1653	1501
其他流动资产	8170	6468	5379	4976	4692
非流动资产	14432	12942	13801	14362	14625
固定资产	715	589	1298	2659	3723
无形资产	3628	3201	2401	1601	800
其他非流动资产	10090	9152	10102	10102	10102
资产总计	33159	32699	33651	37066	41436
流动负债	18104	14763	14956	16383	17674
短期借款	7456	1572	1572	1572	1572
应付票据及应付账款	4334	4801	5019	5552	6020
其他流动负债	6314	8390	8365	9259	10082
非流动负债	651	3832	3832	3832	3832
长期借款	1	3264	3264	3264	3264
其他非流动负债	650	568	568	568	568
负债合计	18755	18595	18788	20215	21505
少数股东权益	12	-4	3	23	54
资本公积	14179	13841	12841	11841	10841
归属母公司股东权益	14392	14108	14860	16828	19877
负债和股东权益	33159	32699	33651	37066	41436

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	3365	5288	6459
净利润	-4812	-1364	759	1988	3080
折旧摊销	2923	2501	1041	1339	1637
财务费用	-342	-277	45	50	23
其他经营现金流	2497	5154	1519	1911	1720
投资活动现金流	1762	-138	-1890	-1890	-1890
资本支出	1494	1838	1900	1900	1900
其他投资现金流	268	-1976	-3790	-3790	-3790
筹资活动现金流	-5075	-2825	-45	-50	-23
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	-45	-50	-23
现金净增加额	-3046	3051	1430	3348	4546

利润表（百万元）

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	22528	26832	31642	35541	39102
营业成本	17086	18058	19884	21993	23848
销售费用	3916	4402	5025	5370	5783
研发及管理费用	6590	5716	5923	6109	6315
财务费用	-342	-277	45	50	23
营业利润	-4722	-1067	765	2019	3132
营业外收入	-11	-333	10	10	10
利润总额	-4733	-1400	775	2029	3142
所得税	79	-37	15	41	63
净利润	-4812	-1364	759	1988	3080
少数股东损益	11	-17	8	20	31
归属母公司净利润	-4822	-1347	752	1968	3049
经调整归母净利润	-3414	-39	2012	3198	4328
EBITDA	-2152	824	1861	3418	4802
EPS（元/股）	-11.29	-3.15	1.76	4.61	7.14

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	17.93	12.32	10.02
归属母公司净利润（%）	35.9	71.7	155.7	161.8	54.9
获利能力					
毛利率（%）	24.2	32.7	37.2	38.1	39.0
净利率（%）	-21.4	-5.1	2.4	5.6	7.9
ROE（%）	-33.5	-9.5	5.1	11.7	15.3
ROIC（%）	-19.1	-6.1	4.8	11.6	17.9
偿债能力					
资产负债率（%）	56.6	56.9	55.8	54.5	51.9
净负债比率（%）	1.5	-38.7	-46.4	-60.8	-74.2
流动比率	1.0	1.3	1.3	1.4	1.5
速动比率	0.6	0.9	1.0	1.1	1.3
营运能力					
总资产周转率	0.7	0.8	0.9	1.0	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	3.9	4.0	3.9
每股指标（元）					
每股收益（最新摊薄）	-11.29	-3.15	1.76	4.61	7.14
每股经营现金流（最新摊薄）	0.62	14.08	7.88	12.38	15.12
每股净资产（最新摊薄）	33.68	33.02	34.78	39.39	46.52
估值比率					
P/E	-11.4	-41.0	73.4	28.0	18.1
P/B	3.8	3.9	3.7	3.3	2.8

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

北京

地址：北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 8 层

邮编：100044

传真：86-10-88366686

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

长城证券 GREAT WALL SECURITIES