

哔哩哔哩-W (09626.HK)

利润结构持续优化

哔哩哔哩披露 2025Q1 财报。哔哩哔哩 2025Q1 录得收入约 70 亿元，同比增长约 24%。其中，游戏/广告/增值服务/IP 衍生品业务收入各约 17/20/28/5 亿元，同比增长 76%/20%/11%/-4%。公司本季毛利率 36.3%，较去年同期 28.3%提升明显；non-GAAP 归母净利润约 3.63 亿。继续扭亏。

内容和用户生态继续正向反馈。本季，千粉/万粉/十万粉/百万粉的创作者数量同比+ 20%，创作者通过短视频和直播带货获得的收入同比增长 40%+。本季 B 站的 DAU 和 MAU 各达 1.07 亿和 3.68 亿，用户日均使用时长达到了新高的 108 分钟，MPU 亦达到 3200 万历史新高。

长青游戏稳健，《三国：谋定天下》表现亮眼。本季游戏收入增速超预期，主要由于独家授权游戏《三国：谋定天下》表现强劲。同时，《FGO》和《碧蓝航线》仍在稳定创收。《三国：谋定天下》将在 5 月 31 日开启第八赛季，是自推出以来最大更新，公司期望打造新的里程碑。

效果广告增速可观。本季公司广告收入同比增长 20%，其中效果广告同比增长超过 30%。公司表示，这一方面归功于广告商数量同比增长超过 35%，另一方面归功于 AI 技术提升带来的投放精准度和广告素材生成效率提升。

利润结构持续优化。哔哩哔哩 non-GAAP 归母净利润率从 24Q1 的-7.8% 提升至当期 5.2%，背后一方面是收入结构的优化，一方面是运营效率的提升。本季，高毛利率的游戏和广告收入加总占比超过 50%，带来毛利率水平的明显提升。同时，内容分成、员工薪酬、服务器费用等成本相对固定，占收入比持续下滑。公司预计全年毛利率和净利润率有望持续改善。

重申“增持”评级。我们基于公司盈利性改善、修改公司 2025-2027 年收入预测为 307/340/374 亿元，yoy+14%/11%/10%；non-GAAP 归母净利润 21.7/30.1/36.4 亿元。我们给予公司 (BILI.O) / (9626.HK) 目标价 21 美金/162 港币，对应 21x 2026e P/E，维持“增持”评级。

风险提示：用户增长不及预期，变现效率不及预期，宏观环境变化超预期。

| 财务指标 | 2023A | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
|----------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入 (百万元) | 22,528 | 26,832 | 30,666 | 33,977 | 37,416 |
| 增长率 yoy (%) | 2.9 | 19.1 | 14.3 | 10.8 | 10.1 |
| Non-GAAP 归母净利润 (百万元) | -3,425 | -22 | 2,165 | 3,011 | 3,644 |
| 增长率 yoy (%) | 48.8 | 99.4 | 9,897 | 39 | 21 |
| EPS 最新摊薄 (元/股) | -8.3 | -0.1 | 5.2 | 7.2 | 8.7 |
| 净资产收益率 (%) | -33.5 | -9.5 | 4.6 | 8.8 | 10.6 |
| P/E (倍) | -15.9 | -2476 | 25.5 | 18.3 | 15.2 |
| P/S (倍) | 2.4 | 2.0 | 1.8 | 1.6 | 1.5 |

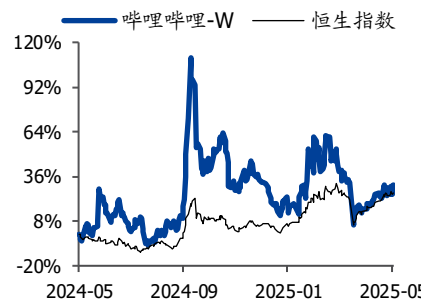
资料来源：Wind，国盛证券研究所 注：股价为 2025 年 05 月 23 日收盘价

增持 (维持)

股票信息

| | |
|-------------------|-----------|
| 行业 | 海外 |
| 前次评级 | 增持 |
| 05 月 23 日收盘价 (港元) | 146.40 |
| 总市值 (百万港元) | 62,551.07 |
| 总股本 (百万股) | 425.60 |
| 其中自由流通股 (%) | 97.83 |
| 30 日日均成交量 (百万股) | 4.53 |

股价走势



作者

分析师 夏君

执业证书编号：S0680519100004

邮箱：xiajun@gszq.com

相关研究

- 《哔哩哔哩-W (09626.HK): 季度全面盈利，聚焦 AI 时代优质内容》 2025-02-24
- 《哔哩哔哩-W (09626.HK): 首次季度盈利，期待变现释放》 2024-11-21
- 《哔哩哔哩-W (09626.HK): 毛利率持续改善，期待经营盈利》 2024-08-26

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 | 18,727 | 19,756 | 24,256 | 31,697 | 36,593 |
| 现金 | 7,192 | 10,249 | 13,514 | 20,780 | 25,034 |
| 应收票据及应收账款 | 1,574 | 1,227 | 2,068 | 2,310 | 2,511 |
| 其他应收款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 预付账款 | 2,063 | 1,935 | 2,367 | 2,339 | 2,819 |
| 存货 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他流动资产 | 7,898 | 6,345 | 6,307 | 6,268 | 6,230 |
| 非流动资产 | 14,432 | 12,942 | 12,601 | 12,559 | 12,660 |
| 长期投资 | 4,367 | 3,912 | 4,139 | 4,366 | 4,594 |
| 固定资产 | 715 | 589 | 699 | 761 | 796 |
| 无形资产 | 5,694 | 5,052 | 4,373 | 4,042 | 3,880 |
| 其他非流动资产 | 3,657 | 3,389 | 3,389 | 3,389 | 3,389 |
| 资产总计 | 33,159 | 32,699 | 36,857 | 44,255 | 49,253 |
| 流动负债 | 18,104 | 14,763 | 18,244 | 24,219 | 27,303 |
| 短期借款 | 7,456 | 1,572 | 4,812 | 8,052 | 11,293 |
| 应付票据及应付账款 | 4,334 | 4,801 | 5,809 | 6,653 | 7,133 |
| 其他流动负债 | 6,314 | 8,390 | 7,622 | 9,513 | 8,877 |
| 非流动负债 | 651 | 3,832 | 3,832 | 3,832 | 3,832 |
| 长期借款 | 1 | 3,264 | 3,264 | 3,264 | 3,264 |
| 其他非流动负债 | 650 | 568 | 568 | 568 | 568 |
| 负债合计 | 18,755 | 18,595 | 22,076 | 28,050 | 31,135 |
| 少数股东权益 | 12 | -4 | -11 | -17 | -23 |
| 股本 | 0.3 | 0.3 | 0.3 | 0.3 | 0.3 |
| 资本公积 | 40,445 | 41,454 | 41,454 | 41,454 | 41,454 |
| 留存收益 | -26,054 | -27,346 | -26,663 | -25,232 | -23,313 |
| 归属母公司股东权益 | 14,392 | 14,108 | 14,792 | 16,222 | 18,142 |
| 负债和股东权益 | 33,159 | 32,699 | 36,857 | 44,255 | 49,253 |

现金流量表 (百万元)

| 会计年度 | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E | 2027E |
|----------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 经营活动现金流 | 267 | 6,015 | 1,969 | 5,969 | 2,958 |
| 净利润 | -4,812 | -1,364 | 677 | 1,424 | 1,914 |
| 折旧摊销 | 2,730 | 2,327 | 2,324 | 2,024 | 1,882 |
| 财务费用 | 378 | 346 | 464 | 727 | 1,015 |
| 投资损失 | 897 | 539 | 0 | 0 | 0 |
| 营运资金变动 | 449 | 3,154 | -1,033 | 2,521 | -837 |
| 其他经营现金流 | 625 | 1,013 | -464 | -727 | -1,015 |
| 投资活动现金流 | 1,762 | -138 | -1,944 | -1,944 | -1,944 |
| 资本支出 | -1,330 | -1,755 | -1,755 | -1,755 | -1,755 |
| 长期投资 | -133 | -227 | -227 | -227 | -227 |
| 其他投资现金流 | 3,225 | 1,844 | 38 | 38 | 38 |
| 筹资活动现金流 | -5,075 | -2,825 | 3,240 | 3,240 | 3,240 |
| 短期借款 | -82 | 3,240 | 3,240 | 3,240 | 3,240 |
| 少数股东注资 | -7 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 发行普通股所得款项 | 2,689 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 发行可转换优先票据所得款项 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他筹资现金流 | -7,675 | -6,066 | 0 | 0 | 0 |
| 现金净增加额 | -2,946 | 3,058 | 3,265 | 7,265 | 4,254 |

利润表 (百万元)

| 会计年度 | 2023A | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
|--------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入 | 22,528 | 26,832 | 30,666 | 33,977 | 37,416 |
| 营业成本 | 17,086 | 18,058 | 19,430 | 21,256 | 23,295 |
| 营业税金及附加 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 销售费用 | 3,916 | 4,402 | 4,692 | 4,985 | 5,415 |
| 管理费用 | 2,122 | 2,031 | 2,209 | 2,400 | 2,643 |
| 研发费用 | 4,467 | 3,685 | 3,636 | 3,981 | 4,383 |
| 财务费用 | -378 | -346 | -464 | -727 | -1,015 |
| 资产减值损失 | 36 | 69 | 47 | 47 | 47 |
| 其他收益 | 133 | 175 | -7 | -7 | -7 |
| 公允价值变动收益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 投资净收益 | -436 | -470 | -249 | -249 | -249 |
| 资产处置收益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 营业利润 | -5,025 | -1,362 | 860 | 1,780 | 2,392 |
| 营业外收入 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 营业外支出 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 利润总额 | -5,025 | -1,362 | 860 | 1,780 | 2,392 |
| 所得税 | 79 | -37 | 183 | 356 | 478 |
| 净利润 | -4,812 | -1,364 | 677 | 1,424 | 1,914 |
| 少数股东损益 | 11 | -17 | -6 | -6 | -6 |
| 归属母公司净利润 | -4,822 | -1,347 | 683 | 1,430 | 1,920 |
| non-gaap 归母净利润 | -3,425 | -22 | 2,165 | 3,011 | 3,644 |
| Non-GAAP EPS (元/股) | -8.3 | -0.1 | 5.2 | 7.2 | 8.7 |

主要财务比率

| 会计年度 | 2023A | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
|-----------------|-------|---------|-------|-------|-------|
| 成长能力 | | | | | |
| 营业收入(%) | 2.9 | 19.1 | 14.3 | 10.8 | 10.1 |
| 营业利润(%) | 39.1 | 72.9 | 163.2 | 106.9 | 34.4 |
| 归属于母公司净利润(%) | 35.7 | 72.1 | 150.7 | 109.4 | 34.2 |
| 获利能力 | | | | | |
| 毛利率(%) | 24.2 | 32.7 | 36.6 | 37.4 | 37.7 |
| 净利率(%) | -21.4 | -5.0 | 2.2 | 4.2 | 5.1 |
| ROE(%) | -33.5 | -9.5 | 4.6 | 8.8 | 10.6 |
| ROIC(%) | -25.1 | -8.8 | 1.4 | 3.1 | 3.4 |
| 偿债能力 | | | | | |
| 资产负债率(%) | 56.6 | 56.9 | 59.9 | 63.4 | 63.2 |
| 净负债比率(%) | 34.1 | 42.1 | 38.0 | 37.8 | 33.7 |
| 流动比率 | 1.0 | 1.3 | 1.3 | 1.3 | 1.3 |
| 速动比率 | 1.0 | 1.3 | 1.3 | 1.3 | 1.3 |
| 营运能力 | | | | | |
| 总资产周转率 | 0.6 | 0.8 | 0.9 | 0.8 | 0.8 |
| 应收账款周转率 | 15.5 | 19.2 | 18.6 | 15.5 | 15.5 |
| 应付账款周转率 | 5.2 | 5.9 | 5.8 | 5.5 | 5.4 |
| 每股指标 (元) | | | | | |
| 每股收益(最新摊薄) | -8.3 | -0.1 | 5.2 | 7.2 | 8.7 |
| 每股经营现金流(最新摊薄) | 0.6 | 14.6 | 4.8 | 14.4 | 7.2 |
| 每股净资产(最新摊薄) | 34.9 | 34.1 | 35.8 | 39.2 | 43.8 |
| 估值比率 | | | | | |
| P/E | -15.9 | -2475.9 | 25.5 | 18.3 | 15.2 |
| P/S | 2.4 | 2.0 | 1.8 | 1.6 | 1.5 |
| P/B | 3.8 | 3.8 | 3.7 | 3.4 | 3.0 |

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2025 年 05 月 23 日收盘价

图表 1: 哔哩哔哩财务预测: 年度

| | 2023 | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E |
|-----------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 收入 (百万元) | | | | | |
| 总收入 | 22,528 | 26,832 | 30,666 | 33,977 | 37,416 |
| 游戏 | 4,021 | 5,610 | 7,306 | 8,398 | 9,526 |
| 直播及增值服务 | 9,910 | 10,999 | 11,931 | 12,883 | 13,871 |
| 广告 | 6,412 | 8,189 | 9,517 | 10,822 | 12,182 |
| IP 衍生品及其他 | 2,185 | 2,033 | 1,912 | 1,874 | 1,837 |
| 增速 | | | | | |
| 总收入 | 3% | 19% | 14% | 11% | 10% |
| 游戏 | -20% | 40% | 30% | 15% | 13% |
| 直播及增值服务 | 14% | 11% | 8% | 8% | 8% |
| 广告 | 27% | 28% | 16% | 14% | 13% |
| IP 衍生品及其他 | -29% | -7% | -6% | -2% | -2% |
| 占比 | | | | | |
| 游戏 | 18% | 21% | 24% | 25% | 25% |
| 直播及增值服务 | 44% | 41% | 39% | 38% | 37% |
| 广告 | 28% | 31% | 31% | 32% | 33% |
| IP 衍生品及其他 | 10% | 8% | 6% | 6% | 5% |
| 毛利润 (百万元) | | | | | |
| 毛利润 | 5,442 | 8,774 | 11,237 | 12,721 | 14,120 |
| 毛利率 | 24.2% | 32.7% | 36.6% | 37.4% | 37.7% |
| 销售费用率 | | | | | |
| 销售费用率 | 17.4% | 16.4% | 15.3% | 14.7% | 14.5% |
| 管理费用率 | | | | | |
| 管理费用率 | 9.4% | 7.6% | 7.2% | 7.1% | 7.1% |
| 研发费用率 | | | | | |
| 研发费用率 | 19.8% | 13.7% | 11.9% | 11.7% | 11.7% |
| Non-GAAP 经营利润 (百万元) | | | | | |
| Non-GAAP 经营利润 | -3,385 | -61 | 2,119 | 2,913 | 3,380 |
| Non-GAAP 经营利润率 | -15.0% | -0.2% | 6.9% | 8.6% | 9.0% |
| Non-GAAP 归母净利润 (百万元) | | | | | |
| Non-GAAP 归母净利润 | -3,425 | -22 | 2,165 | 3,011 | 3,644 |
| Non-GAAP 归母净利润率 | -15.2% | -0.1% | 7.1% | 8.9% | 9.7% |
| Non-GAAP EPS (元) | | | | | |
| Non-GAAP EPS | -8.3 | -0.1 | 5.2 | 7.2 | 8.7 |

资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 2: 哔哩哔哩财务预测: 季度

| | 1Q24 | 2Q24 | 3Q24 | 4Q24 | 1Q25 | 2Q25e | 3Q25e | 4Q25e |
|-----------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 收入 (百万元) | | | | | | | | |
| 总收入 | 5,665 | 6,127 | 7,306 | 7,734 | 7,003 | 7,290 | 7,925 | 8,448 |
| 游戏 | 983 | 1,007 | 1,823 | 1,798 | 1,731 | 1,610 | 1,895 | 2,071 |
| 直播及增值服务 | 2,529 | 2,566 | 2,821 | 3,083 | 2,807 | 2,817 | 3,078 | 3,228 |
| 广告 | 1,669 | 2,037 | 2,094 | 2,389 | 1,998 | 2,399 | 2,414 | 2,707 |
| IP 衍生品及其他 | 484 | 516 | 567 | 465 | 467 | 465 | 539 | 442 |
| 增速 | | | | | | | | |
| 总收入 | 12% | 16% | 26% | 22% | 24% | 19% | 8% | 9% |
| 游戏 | -13% | 13% | 84% | 79% | 76% | 60% | 4% | 15% |
| 直播及增值服务 | 17% | 11% | 9% | 8% | 11% | 10% | 9% | 5% |
| 广告 | 31% | 30% | 28% | 24% | 20% | 18% | 15% | 13% |
| IP 衍生品及其他 | -5% | -4% | -2% | -16% | -4% | -10% | -5% | -5% |
| 占比 | | | | | | | | |
| 游戏 | 17% | 16% | 25% | 23% | 25% | 22% | 24% | 25% |
| 直播及增值服务 | 45% | 42% | 39% | 40% | 40% | 39% | 39% | 38% |
| 广告 | 29% | 33% | 29% | 31% | 29% | 33% | 30% | 32% |
| IP 衍生品及其他 | 9% | 8% | 8% | 6% | 7% | 6% | 7% | 5% |
| 毛利润 (百万元) | | | | | | | | |
| 毛利润 | 1,605 | 1,833 | 2,547 | 2,788 | 2,539 | 2,670 | 2,898 | 3,130 |
| 毛利率 | 28.3% | 29.9% | 34.9% | 36.1% | 36.3% | 36.6% | 36.6% | 37.1% |
| 销售费用率 | | | | | | | | |
| 销售费用率 | 16.4% | 16.9% | 16.5% | 16.0% | 16.7% | 15.0% | 14.9% | 14.8% |
| 管理费用率 | | | | | | | | |
| 管理费用率 | 9.4% | 8.0% | 6.9% | 6.5% | 7.4% | 7.3% | 7.2% | 7.1% |
| 研发费用率 | | | | | | | | |
| 研发费用率 | 17.0% | 14.6% | 12.4% | 11.9% | 12.0% | 11.9% | 11.8% | 11.7% |
| Non-GAAP 经营利润 (百万元) | | | | | | | | |
| Non-GAAP 经营利润 | -512 | -284 | 272 | 463 | 342 | 517 | 579 | 681 |
| Non-GAAP 经营利润率 | -9.0% | -4.6% | 3.7% | 6.0% | 4.9% | 7.1% | 7.3% | 8.1% |
| Non-GAAP 归母净利润 (百万元) | | | | | | | | |
| Non-GAAP 归母净利润 | -440 | -271 | 236 | 453 | 363 | 536 | 590 | 676 |
| Non-GAAP 归母净利润率 | -7.8% | -4.4% | 3.2% | 5.9% | 5.2% | 7.4% | 7.4% | 8.0% |
| Non-GAAP EPS (元) | | | | | | | | |
| Non-GAAP EPS | -1.1 | -0.7 | 0.6 | 1.1 | 0.9 | 1.3 | 1.4 | 1.6 |

资料来源: wind, 国盛证券研究所

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，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。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

| 投资建议的评级标准 | | 评级 | 说明 |
|---|------|----|-------------------------|
| 评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。 | 股票评级 | 买入 | 相对同期基准指数涨幅在 15%以上 |
| | | 增持 | 相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间 |
| | | 持有 | 相对同期基准指数涨幅在 -5%~+5%之间 |
| | | 减持 | 相对同期基准指数跌幅在 5%以上 |
| | 行业评级 | 增持 | 相对同期基准指数涨幅在 10%以上 |
| | | 中性 | 相对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间 |
| | | 减持 | 相对同期基准指数跌幅在 10%以上 |

国盛证券研究所

北京

地址：北京市东城区永定门西滨河路 8 号院 7 楼中海地产广场东塔 7 层

邮编：100077

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦东新区南洋泾路 555 号陆家嘴金融街区 22 栋

邮编：200120

电话：021-38124100

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路 100 号鼎和大厦 24 楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com