

哔哩哔哩-W (09626.HK)

增持 (维持)

季度持续盈利，游戏及广告业务表现亮眼

公司发布 2025 年一季度业绩，实现营收 70 亿元，同比增长 24%，经调整净利润 3.6 亿元，同比扭亏为盈。

□ 季度持续盈利，盈利能力改善明显。公司 Q1 实现经调整净利润 3.6 亿元，24 年同期净亏损 4.6 亿元，GAAP 净亏损 1070 万元，同比收窄 99%。毛利润 25.39 亿元，同比增长 58%，毛利率 36.3%，同比上升 8pct，连续十一个季度环比提升，经营现金流 13.02 亿元。Q1 营业成本 44.64 亿元，同比增加 10%，主要来自移动游戏相关收入分成成本增加，内容成本有所下降。费用方面，销售费用 11.67 亿元，同比增长 26%，主要来自与央视合作，为 2025 年春晚提供独家弹幕直播及内容平台带来的一次性营销费用增加，以及《三国：谋定天下》相关买量费用增加，相关支出带来短期费用端波动，但除销售费用外，行政及研发费用各同比下降 3%、13%，控费效果良好，后续季度利润率有望持续改善。

□ 分业务情况：广告及游戏业务表现亮眼，商业化价值持续释放。

1) 增值服务业务：实现收入 28.07 亿元，同比+11%，主要是直播及其他增值服务及大会员营业额增长；

2) 广告业务：实现收入 19.98 亿元，同比+20%，主要来自效果广告收入增长贡献；

3) 移动游戏业务：实现收入 17.31 亿元，同比+76%，独家授权 SLG 游戏《三国：谋定天下》上线后表现强劲，有望于今年上线海外版；

4) IP 衍生品及其他业务：实现收入 4.67 亿元，同比-4%。

□ 优质内容持续破圈，开源 AI 模型有望推动公司数据资产价值释放。运营数据方面，一季度 B 站日活达 1.07 亿，去年四季度为 1.03 亿，月活达 3.68 亿，日均时长 108 分钟，月均付费用户数达到 3200 万历史新高。2025 年春节，B 站作为蛇年春晚独家弹幕视频合作平台，除夕当晚春晚直播间观看人数超 1 亿人，直播弹幕数超过 1.2 亿，带动除夕社区日活同比增加 20%，公司坚持自制内容精品化，优质内容持续出圈，如《凡人修仙传》播放量破 30 亿，原创 IP 动画《凸变英雄 X》全球上线，《牧神记》站内评分 9.6，精品年番收获高口碑。此前 CEO 陈睿提及，新开源 AI 模型的出现有望让 AI 解决方案更易使用且更具成本效益，公司具备高质量独家数据资产，有望在产业变革中获得更多受益，释放社区生态价值。

□ 维持“增持”投资评级。公司社区生态健康，2024 年多款代理游戏上线贡献业绩增量；广告方面，1 月 17 日，公司举办 2025 AD TALK 营销伙伴大会，表示将正式推出“B 小程序”，目前已面向游戏领域的客户进行内测，不到 2 个月内已有超百款活跃 B 小游戏推出，付费转化效果超预期。下一步，B 小程序还将开发短剧、小说等功能板块。2024 年 B 站合作伙伴数量增长 30% 以上，双十一大促期间整体 GMV 同比增幅超 150%，千元以上订单量同比增长超 2 倍，2025 年将进一步强化 AIGC、深度转化、自动广告等三大能力，帮助广告主提高投放效率，预计有望结合小程序等新场景进一步拓宽广告商业化空间，长期来看也有望受益于开源 AI 大模型结合优质内容赋能。公司经调整净利润在 24 年三季度首次转正，GAAP 净利润在 24 年四季度也实现盈利，考虑公司：1) 游戏产品流水表现超预期，2) 高毛利的效果广告占比持续

TMT 及中小盘/传媒

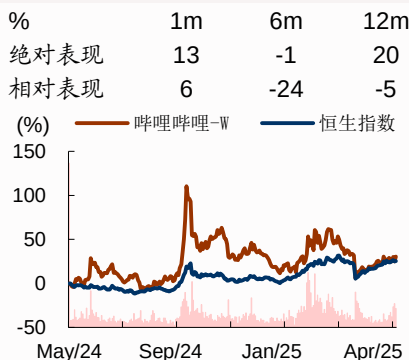
目标估值：NA

当前股价：146.4 港元

基础数据

总股本 (百万股)	418
香港股 (百万股)	336
总市值 (十亿港元)	61.2
香港股市值 (十亿港元)	49.1
每股净资产 (港元)	34.4
ROE (TTM)	-9.4
资产负债率	56.8%
主要股东	Deutsche Bank Aktiengesellschaft
主要股东持股比例	22.4278%

股价表现



资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

- 1、《哔哩哔哩-W (09626) 一单季度实现全面盈利，游戏及广告业务表现亮眼》2025-02-24
- 2、《哔哩哔哩-W (09626) 一上市后首次单季度盈利，广告及游戏亮眼表现持续》2024-11-19
- 3、《哔哩哔哩-W (09626) 一净亏损持续收窄，广告及游戏业务表现亮眼》2024-08-26

顾佳 S1090513030002

✉ gujia@cmschina.com.cn

刘晓珊 研究助理

✉ liuxiaoshan@cmschina.com.cn

提升拉动利润率上升，3）直播及大会员业务效益有望持续提升，以及持续有效的控费措施，看好公司商业化加速及盈利能力提升，预期 2025-2027 年公司营收有望达到 309、346、373 亿元，经调整归母净利润 19.7、28.6、37.0 亿元，对应 PE 为 28.9、19.9、15.4x，维持“增持”评级。

□ 风险提示：用户增长不及预期、行业监管风险、UP 主流失风险、竞争加剧风险。

财务数据与估值

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	22528	26832	30856	34559	37324
同比增长	3%	19%	15%	12%	8%
经调整归母净利润(百万元)	-3425	-22	1965	2856	3696
同比增长	49%	99%	N/A	45%	29%
每股收益(元)	-8.13	-0.05	4.67	6.78	8.77
PE	N/A	N/A	28.9	19.9	15.4
PB	3.9	4.0	3.8	3.5	3.0

资料来源：公司数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	18727	19756	22420	25576	30141
现金及现金等价物	7192	10249	12431	15144	19378
交易性金融资产	0	0	0	0	0
其他短期投资	7867	6295	6295	6295	6295
应收账款及票据	1574	1227	1411	1580	1707
其它应收款	1794	1935	2225	2492	2692
存货	187	0	0	0	0
其他流动资产	113	50	58	64	70
非流动资产	14432	12942	12115	12029	11163
长期投资	4367	3912	3130	2817	2535
固定资产	715	589	544	771	187
无形资产	6353	5926	5926	5926	5926
其他	2998	2515	2515	2515	2515
资产总计	33159	32698	34534	37605	41304
流动负债	18104	14763	15754	16950	17784
应付账款	4334	4801	5209	5697	6053
应交税金	345	429	429	429	429
短期借款	7456	1572	1690	1825	1967
其他	5969	7961	8425	8999	9335
长期负债	651	3831	3994	4166	4346
长期借款	1	3263	3426	3598	3778
其他	650	568	568	568	568
负债合计	18755	18594	19748	21116	22129
股本	0	0	0	0	0
储备	14392	14108	14782	16465	19121
少数股东权益	12	(4)	4	24	54
归属于母公司所有者权益	14392	14108	14782	16466	19121
负债及权益合计	33159	32698	34534	37605	41304

现金流量表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	267	6015	3095	4046	5495
净利润	(4822)	(1347)	674	1565	2402
折旧与摊销	2900	2501	2260	2088	2959
营运资本变动	703	3640	391	618	361
其他非现金调整	1487	1220	(230)	(225)	(228)
投资活动现金流	1762	(138)	(1087)	(1642)	(1703)
资本性支出	(1330)	(1755)	(2215)	(2315)	(2375)
出售资产及现金	0	0	0	0	0
投资增减	49762	87600	(782)	(313)	(282)
其它	615	79	346	360	390
筹资活动现金流	(5075)	(2825)	173	309	443
债务增减	(7757)	(2718)	281	424	575
股本增减	2689	(108)	0	0	0
股利支付	0	0	0	0	0
其它筹资	(7)	0	(108)	(115)	(132)
其它调整	0	1	0	0	0
现金净增加额	(2946)	3058	2182	2713	4234

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
总营业收入	22528	26832	30856	34559	37324
主营收入	22528	26832	30856	34559	37324
营业成本	17086	18058	19594	21427	22767
毛利	5442	8774	11263	13132	14556
营业支出	10506	10118	10800	11750	12317
营业利润	(5064)	(1344)	463	1382	2239
利息支出	165	89	108	115	132
利息收入	542	435	421	435	465
权益性投资损益	0	0	0	0	0
其他非经营性损益	(46)	(402)	(75)	(75)	(75)
非经常项目损益	0	0	0	0	0
除税前利润	(4733)	(1400)	701	1627	2497
所得税	79	(37)	18	42	65
少数股东损益	11	(17)	8	20	30
归属普通股股东净利润	(4822)	(1347)	674	1565	2402
经调整归母净利润	(3425)	(22)	1965	2856	3696
EPS(元)	(8.13)	(0.05)	4.67	6.78	8.77

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
年成长率					
营业收入	3%	19%	15%	12%	8%
营业利润	-39%	-73%	-134%	199%	62%
净利润	-36%	-72%	-150%	132%	53%
获利能力					
毛利率	24.2%	32.7%	36.5%	38.0%	39.0%
净利率	-21.4%	-5.0%	2.2%	4.5%	6.4%
ROE	-33.5%	-9.5%	4.6%	9.5%	12.6%
ROIC	-21.2%	-6.7%	4.0%	7.7%	10.3%
偿债能力					
资产负债率	56.6%	56.9%	57.2%	56.2%	53.6%
净负债比率	22.5%	14.8%	14.8%	14.4%	13.9%
流动比率	1.0	1.3	1.4	1.5	1.7
速动比率	1.0	1.3	1.4	1.5	1.7
营运能力					
资产周转率	0.7	0.8	0.9	0.9	0.9
存货周转率	54.8	193.6	0.0	0.0	0.0
应收帐款周转率	5.9	8.2	9.1	9.0	8.8
应付帐款周转率	4.0	4.0	3.9	3.9	3.9
每股资料(元)					
每股收益	-8.13	-0.05	4.67	6.78	8.77
每股经营现金	0.63	14.24	7.35	9.60	13.04
每股净资产	34.16	33.41	35.09	39.09	45.39
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
估值比率					
PE	N/A	N/A	28.9	19.9	15.4
PB	3.9	4.0	3.8	3.5	3.0

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。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中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制，仅对中国境内投资者发布，请您自行评估接收相关内容的适当性。本公司不会因您收到、阅读相关内容而视您为中国境内投资者。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。