

【广发传媒&海外】哔哩哔哩(BILI)/ 哔哩哔哩-W(09626.HK)

Q1 成本控制良好，利润表现超预期

核心观点:

- 公司发布 25Q1 业绩。25Q1 总收入 70 亿元，YoY/QoQ+24%/-9%,vs. 彭博一致预期为 69.12 亿元（超 1%）。25Q1 毛利率为 36.3%，YoY/QoQ+8pct/0pct, vs.一致预期为 36.1%。NonGAAP 归母净利润为 3.63 亿元（利润率 5%，YoY+13pct, QoQ-1pct），24Q1 为-4.40 亿元，24Q4 为 4.53 亿元，vs.一致预期为 2.47 亿元（超 47%），主要来自于运营成本的良好控制，公司转盈利后，更注重投入资源效率的优化。
- 春晚内容运营拉动用户和时长创新高，商业化稳步提升，游戏高速增长，广告保持稳健。（1）春晚运营拉动用户增长，25Q1DAU 为 1.07 亿，YoY/QoQ+4%/+4%，MAU 为 3.68 亿，YoY/QoQ+8%/+8%，单日时长 108 分钟（去年同期为 105 分钟），达到新高。（2）25Q1 游戏收入 17.31 亿元，YoY/QoQ+76%/-4%，vs.一致预期 16.85 亿元，《三谋》流水保持稳健，即将迎来周年版本更新。（3）25Q1VAS 收入为 28.07 亿元，YoY/QoQ+11%/-9%，vs.一致预期为 27.81 亿元。（4）25Q1 广告收入为 19.98 亿元，YoY/QoQ+20%/-16%，vs.一致预期为 20.09 亿元。（5）25Q1IP 衍生及其他收入 4.67 亿元，YoY/QoQ-4%/+0%。
- 盈利预测与投资建议：基于稳定的社区变现，持续优化成本费用，利润释放能力增强。我们预计 25-26 年收入达 303 亿元和 316 亿元，同比增长 13.0%、4.3%。25-26 年 NonGAAP 归母净利润预计为 24.04 亿元/30.75 亿元。参考可比互联网公司，给予公司 25 年 36x PE，认为公司合理价值为 28.20 美元/ADS（220.75 港元/股），维持“买入”评级。
- 风险提示：持续加大营销，内容成本扩大，用户增长不及预期的风险。

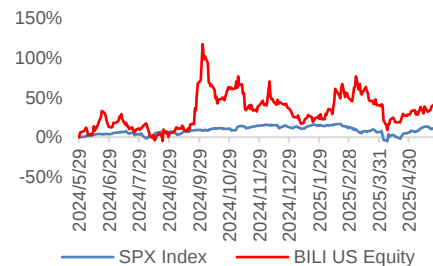
盈利预测： 本文货币单位为人民币，汇率采用美元:人民币为 7.25:1，美元对港元汇率为 7.84:1。

货币单位: 人民币	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	22,528	26,832	30,330	31,643	33,857
增长率(%)	2.9%	19.1%	13.0%	4.3%	7.0%
EBITDA（百万元）	-2,113	1,826	4,309	5,306	6,265
归母净利润（百万元）	-3,425	-22	2,404	3,075	3,891
EPS（元/股）	-8.29	-0.05	5.77	7.38	9.25
市销率（P/S）	2.66	2.24	1.98	1.90	1.77
市盈率（P/E）	-	-	24.96	18	14
ROE	-34%	-10%	4%	5%	6%
EV/EBITDA	-	33	14	10	9

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心;注:归母净利润、EPS 为 NonGAAP 口径

公司评级	买入-美股/买入-H
当前价格	19.12 美元/151.70 港元
合理价值	28.20 美元/220.75 港元
前次评级	买入/买入
报告日期	2025-05-29

相对市场表现



分析师:

旷实



SAC 执证号: S0260517030002



SFC CE No. BNV294



010-59136610

kuangshi@gf.com.cn

分析师:

周喆



SAC 执证号: S0260523050003



SFC CE No. BJD408



010-59136890

zhouzhe@gf.com.cn

相关研究:

【广发传媒&海外】哔哩哔哩 2025-02-21
(BILI)/哔哩哔哩-

W(09626.HK):Q4 营收保持
高速增长，单季度全面盈利

【广发传媒&海外】哔哩哔哩 2024-11-17
(BILI)/哔哩哔哩-

W(09626.HK):商业化加速，
实现单季度盈利

【广发传媒&海外】哔哩哔哩 2024-08-25
(BILI)/哔哩哔哩-

W(09626.HK):广告稳健，游
戏催化业绩加速

一、盈利预测和投资建议

公司收入表现稳健，游戏和广告贡献了主要的收入增长。（1）我们预计25-26年广告收入同比增长17%、15%达到96亿元和111亿元，B站总流量健康增长，商业化的库存也有逐步提升的空间，结合效率优化带来eCPM提升，社区流量的广告变现空间较高；行业方面，公司在游戏、电商等品类的广告主心智较强，消费电子、汽车等品类投放也有所提升，持续推进垂直行业的渗透率。（2）直播和增值服务收入预计25-26年同比增长8%、6%，达到119亿元和126亿元。直播打赏业务放缓，致力于优化业务毛利率，充电等专属视频付费的商业模式带来VAS业务新的增长空间。（3）《三国谋定天下》流水表现稳定，目前新游戏的版号和上线时间存在不确定性，我们没有在预测中包括对未来新游戏的预测，我们预计25-26年游戏总收入达到68亿元和59亿元，同比增速为21%和-13%。（4）我们预计IP衍生及其他业务收入在25-26年同比增速为-3%和3%，达到19.77亿元和20.36亿元，更多的电商模式从1P卖货模式向广告模式转型，更注重利润改善。综上，我们预计25-26年公司总收入实现13%、4%的同比增长，达到303亿元和316亿元。

表 1：2025-2027 年公司各项收入（百万元 人民币）预测

项目	2019A	2020A	2021E	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
公司收入（百万元）	6,778	11,999	19,384	21,899	22,528	26,832	30,330	31,643	33,857
YoY（%）	64%	77%	62%	13%	3%	19%	13%	4%	7%
手游收入（百万元）	3,598	4,803	5,091	5,021	4,021	5,610	6,809	5,926	6,222
YoY（%）	23%	34%	6%	-1%	-20%	40%	21%	-13%	5%
直播和增值服务收入（百万元）	1,641	3,846	6,935	8,715	9,910	10,999	11,926	12,605	13,065
YoY（%）	180%	134%	80%	26%	14%	11%	8%	6%	4%
广告收入（百万元）	817	1,843	4,523	5,066	6,412	8,189	9,618	11,076	12,472
YoY（%）	76%	126%	145%	12%	27%	28%	17%	15%	13%
IP 衍生及其他收入（百万元）	722	1,507	2,834	3,096	2,185	2,033	1,977	2,036	2,097
YoY（%）	403%	109%	88%	9%	-29%	-7%	-3%	3%	3%

数据来源：公司季报，广发证券发展研究中心

预计随着高毛利的广告和游戏业务的稳健增长，将带动公司实现持续的利润增长，我们预计2025-26年公司业务毛利率提升至37%和40%，同比分别提升4pct、3pct。公司Q1成本管控较为严格，我们预计25年同比来看，研发费用的绝对值有一定的优化空间，占收入比也有一定的收窄趋势；销售费用考虑业务增长投入，应保持稳定的费用率，管理费用的绝对值有一定的提升，但占收入比受益于规模效益应有一定的收窄。预计2025-26年公司NonGAAP归母净利润达到24.04亿元和30.75亿元，净利润率分别为8%和10%。

表 2：2025-2027 年公司主要成本项（百万元 人民币）和利润率预测

项目	2021A	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
公司主营业务成本（百万元）	15,341	18,050	17,086	18,058	19,104	19,082	19,907
YoY (%)	67%	18%	-5%	6%	6%	0%	4%
毛利率 (%)	21%	18%	24%	33%	37%	40%	41%
YoY (-)	-3Pct	-3Pct	7Pct	9Pct	4Pct	3Pct	2Pct
销售费用（百万元）	5,795	4,921	3,916	4,402	4,757	4,963	5,243
销售费用率 (%)	30%	22%	17%	16%	16%	16%	15%
管理费用（百万元）	1,838	2,521	2,122	2,031	2,126	2,242	2,365
管理费用率 (%)	9%	12%	9%	8%	7%	7%	7%
研发费用（百万元）	2,840	4,765	4,467	3,685	3,381	3,528	3,660
研发费用率 (%)	15%	22%	20%	14%	11%	11%	11%
Non-GAAP 归母净利润（百万元）	-5,478	-6,692	-3,425	-22	2,404	3,075	3,891
Non-GAAP 净利润率 (%)	-28%	-31%	-15%	0%	8%	10%	11%

数据来源：公司季报，广发证券发展研究中心

投资建议：公司通过逐个季度盈利能力提升，25Q1利润超预期。我们预计公司2025-2027年Non-GAAP归母净利润分别为24.04亿元、30.75亿元和38.91亿元人民币。参考可比互联网社交、内容、流媒体平台公司25年PEG（PE/25-27年利润复合增速）平均为1.4x，考虑公司独特的年轻用户社区和内容定位，未来的商业化潜力较大，给予一定的估值溢价，我们按1.4x PEG对应我们预计的哔哩哔哩25-27年利润复合增速为27%，给予哔哩哔哩25年nonGAAP归母净利润36x PE估值，认为公司合理价值为121亿美元，对应28.20美元/ADS、220.75港元/股，维持“买入”评级。

表3：可比互联网公司25-27年估值倍数参考

公司名称	市值 (LC mn)	收入 (LC mn)			nonGAAP 净利润 (LC mn)			PE (x)			25-27	25
		25E	26E	27E	25E	26E	27E	25E	26E	27E	CAGR	PEG
腾讯控股	4,654,734	796,747	867,932	941,877	272,602	301,935	336,759	17.1	15.4	13.8	11%	1.5
快手	230,238	154,421	168,449	181,660	22,049	25,880	30,142	10.4	8.9	7.6	17%	0.6
百度	29,166	18,790	19,805	21,113	3,318	3,624	4,101	8.8	8.0	7.1	11%	0.8
网易	78,428	15,958	17,086	18,359	5,424	5,718	6,184	14.5	13.7	12.7	7%	2.1
爱奇艺	1,560	4,039	4,191	4,351	110	218	301	14.2	7.1	5.2	65%	0.2
TME	27,679	4,340	4,784	5,244	1,283	1,428	1,614	21.6	19.4	17.1	12%	1.8
网易云音乐	47,214	8,853	9,603	10,357	1,892	2,172	2,380	25.0	21.7	19.8	12%	2.1
阅文集团	28,159	8,788	9,340	9,893	1,404	1,568	1,750	20.1	18.0	16.1	12%	1.7

数据来源：彭博 2025 年 5 月 29 日数据，广发证券发展研究中心；注：上市公司盈利预测来自彭博一致预期

二、风险提示

公司持续加大营销的风险。如果公司持续高投入获取用户，导致难以形成稳定的盈

利模型，则难以同过用户增长的模式带动扭亏为盈。

内容成本扩大的风险。如果公司持续加大在长视频领域的内容采买，或持续增加内容自制方面的投入，或带来内容投入回报率不确定的挑战，导致投资ROI较低的风险。

用户增长不及预期的风险。如果B站用户较快达到天花板，则难以进一步开拓用户群体，从而做大收入规模和商业化的迭代空间都会受到负面影响。

资产负债表						单位: 百万元人民币					
至 12 月 31 日	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E						
流动资产	18727	19756	27170	34865	41258						
货币资金	7192	10249	16644	24764	30135						
应收及预付	3637	3162	4126	3646	4612						
存货	1	2	3	4	5						
其他流动资产	7897	6343	6397	6451	6507						
非流动资产	14432	12942	12881	12967	13045						
长期股权投资	4367	3912	3912	3912	3912						
固定资产	715	589	601	601	601						
在建工程	1	2	3	4	5						
无形资产	2725	2725	2725	2725	2725						
其他长期资产	6625	5714	5640	5726	5802						
资产总计	33159	32699	40050	47832	54303						
流动负债	18104	14763	15728	15966	14820						
短期借款	7456	1572	1540	1510	1479						
应付及预收	6129	7360	7787	7778	8114						
其他流动负债	4519	5831	6401	6678	5227						
非流动负债	651	3832	568	568	568						
长期借款	1	3264	0	0	0						
应付债券	0	0	0	0	0						
其他非流动负债	650	568	568	568	568						
负债合计	18755	18595	16296	16533	15388						
股本	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3						
资本公积	39772	40840	50219	57023	63419						
留存收益	-25438	-26790	-26518	-25777	-24554						
归属母公司股东权益	14392	14108	23760	31305	38923						
少数股东权益	12	-4	-5	-6	-8						
负债和股东权益	33159	32699	40050	47832	54303						

现金流量表						单位: 百万元人民币					
至 12 月 31 日	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E						
经营活动现金流	267	6015	5028	6329	4235						
净利润	-4812	-1364	991	1662	2388						
折旧摊销	2923	2512	2183	2049	1969						
营运资金变动	449	3154	1	718	-2111						
其它	1706	1713	1853	1901	1990						
投资活动现金流	1762	-138	-551	-998	-1503						
资本支出	1330	1755	1790	1826	1863						
投资变动	2439	1691	1239	828	359						
其他	653	-74	0	0	0						
筹资活动现金流	-5075	-2825	1917	2789	2639						
银行借款	-89	3240	3152	3047	2924						
债券融资	0	100	0	0	0						
股权融资	-4986	-6166	-1235	-259	-284						
其他	0	0	0	0	0						
现金净增加额	-2946	3058	6395	8120	5371						
期初现金余额	10187	7242	10249	16644	24764						
期末现金余额	7242	10299	16644	24764	30135						

主要财务比率					
至 12 月 31 日	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入增长	3%	19%	13%	4%	7%
营业利润增长	-	-	-	70%	42%
公司净利润增长	-	-	-	28%	27%
获利能力					
毛利率	24%	33%	37%	40%	41%
净利率	-15%	0%	8%	10%	11%
ROE	-34%	-10%	4%	5%	6%
偿债能力					
资产负债率(%)	57%	57%	41%	35%	28%
净负债比率	-52%	12%	-6%	-5%	-4%
流动比率	56%	60%	68%	73%	76%
速动比率	56%	60%	68%	73%	76%
营运能力					
总资产周转率	60%	81%	83%	72%	66%
应收账款周转率	1552%	1916%	1916%	1916%	1916%
存货周转率	-	-	-	-	-
每股指标 (元)					
每股收益	-11.7	-3.2	2.4	4.0	5.7
每股经营现金流	0.6	14.4	12.1	15.2	10.1
每股净资产	34.8	33.9	57.0	75.2	92.6
估值比率					
P/S	2.66	2.24	1.98	1.90	1.77
P/E	-	-	25	18	14
EV/EBITDA	-	33	14	10	9

利润表						单位: 百万元人民币					
至 12 月 31 日	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E						
营业收入	22528	26832	30330	31643	33857						
营业成本	17086	18058	19104	19082	19907						
营业税金及附加	1	2	3	4	5						
销售费用	3916	4402	4757	4963	5243						
管理费用	2122	2031	2126	2242	2365						
研发费用	4467	3685	3381	3528	3660						
利息收入	542	435	377	377	377						
公允价值变动收益	133	100	0	-20	-20						
投资净收益	-436	-470	-126	-126	-126						
营业利润	-4861	-1350	1198	2032	2884						
营业外收入	0	0	0	0	0						
营业外支出	0	0	0	0	0						
利润总额	-4733	-1400	1108	1956	2809						
所得税	79	-37	117	293	421						
GAAP 净利润	-4812	-1364	991	1662	2388						
少数股东损益	-11	17	6	6	6						
GAAP 归母净利润	-4822	-1347	997	1668	2394						
Non-GAAP 归母净利润	-3425	-22	2404	3075	3891						
Non-GAAP EPS/ADS	-8.3	-0.1	5.8	7.4	9.3						

广发传媒行业研究小组

旷 实：首席分析师，北京大学经济学硕士，2017年3月加入广发证券，2011-2017年2月，供职于中银国际证券。

徐 呈 隽：资深分析师，复旦大学世界经济学硕士、浙江大学经济学学士，2019年加入广发证券发展研究中心。

周 喆：资深分析师，香港理工大学金融硕士，2021年加入广发证券发展研究中心。

章 驰：资深分析师，硕士，毕业于北京大学，2023年8月加入广发证券发展研究中心。

罗 悦 纯：高级分析师，硕士，毕业于中南财经政法大学，2024年加入广发证券发展研究中心。

黄 静 仪：高级研究员，华东师范大学硕士，2024年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。

持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。

卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。

增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。

持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。

卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦47 楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北 街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区南泉 北路429号泰康保险 大厦37楼	香港湾仔骆克道81号 广发大厦27楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1)广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。