

第一创业证券研究所

分析师：李怀军

证书编号：S1080510120001

电话：010-63197789

邮箱：lihuaijun@fcsc.com

晨会纪要

核心观点：

一、先进制造组：

当前，比亚迪“迪链”为代表的供应链金融模式，已不仅是单纯的结算工具，而是逐步演化成为一种深刻重塑企业核心竞争力与风险轮廓的复杂金融战略。供应商将“迪链”层层流转，最终将“迪链”用于银行贷款，这在效果上，相当于比亚迪将自身的信用和现金流压力部分转移给了供应链，利用供应商的融资能力来支持自身的高速扩张。

2024 年末，名义上，比亚迪的债务仅有 286 亿元，但算上“迪链”后的广义债务规模达到了 5000 多亿元；比亚迪流动资产约 3710 亿元，代表现金流上出现了 1000 多亿缺口，显示出较高的财务杠杆和潜在的流动性风险。销售量的下跌会导致现金流的进一步减少，负债比例会迅速攀升，影响到“迪链”的稳定性，导致系统性崩盘。因此，在当前模式下，比亚迪对销量的要求是非常高的，比亚迪开展的一系列大降价可能反映了其为了维持规模 and 市场份额所面临的巨大压力。

这种极具争议的高杠杆运营模式正在成为行业的核心竞争力，各车企纷纷跟进推动自家的“迪链”，这可能导致行业集体暴雷，使监管层面临两难局面。强力监管，可能导致行业出现大规模的流动性危机；放任不管，则风险持续累积，最终可能导致更大规模的问题。

风险提示：

对上述事件发展趋势的点评，存在由于经济增长、行业竞争、外部经济环境和政策等变化，而不如预期的可能。

二、消费组：

哔哩哔哩 2025Q1 收入 70 亿元，同比增长 24%。季度毛利率 36.3%，同比提升 8 个百分点，高于市场预期。非公认会计准则下归母净利润 3.63 亿元，利润率 5%，同比提升 13%，主要得益于运营成本的良好控制。公司实现盈利后，更加注重投入资源效率的优化。分业务来看，移动游戏业务收入 17.31 亿元，超彭博预期 2.73%，同比增长 76%，主要得益于独家授权策略游戏《三国：谋定天下》的强劲表现。该游戏预计 5 月 31 日上线第 8 赛季，2025 年底将推出繁体中文版，并逐步推进多端化，暑期还将上线小游戏版本。广告业务收入 19.98 亿元，略低于彭博预期 0.59%，同比增长 20%，主要由效果类广告收入的强劲增长所驱动。增值服务业务收入 28.07 亿元，超彭博预期 0.94%，同比增长 11%，主要得益于直播和其他增值服务收入的增加。IP 及衍生品业务收入 4.67 亿元，超彭博预期 6.26%，但同比减少 4%。用户与商业化方面，粉丝数超过 100 万的 UP 主同比增长超 20%，广告和增值服务业务收入分别同比增长 20%和 11%。毛利端，毛利润达 25.4 亿元，毛利率同比提升 8 个百分点；利润端实现经调整净利润 3.6 亿元，同比成功扭亏为盈。

风险提示：

对上述事件发展趋势的点评，存在由于经济增长、行业竞争、销售不及预期等变化，而不如预期的可能。

重要声明:

第一创业证券股份有限公司（以下简称“本公司”）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。

本报告仅供本公司研究所的客户使用。本公司研究所不会因接收人收到本报告而视其为客户。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。

本报告可能在今后的段时间内因公司基本面变化和假设不成立导致的目标价格不能达成的风险。

我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。

本公司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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权归本公司所有，未经本公司授权，不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，任何媒体和个人不得自行公开刊登、传播或使用，否则本公司保留追究法律责任的权利；任何媒体公开刊登本研究报告必须同时刊登本公司授权书，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改，并自行承担向其读者、受众解释、解读的责任，因其读者、受众使用本报告所产生的一切法律后果由该媒体承担。任何自然人不得未经授权而获得和使用本报告，未经授权的任何使用行为都是不当的，都构成对本公司权利的损害，由其本人全权承担责任和后果。

市场有风险，投资需谨慎。

投资评级:

评级类别	具体评级	评级定义
股票投资评级	强烈推荐	预计6个月内，股价涨幅超同期市场基准指数20%以上
	审慎推荐	预计6个月内，股价涨幅超同期市场基准指数5-20%之间
	中性	预计6个月内，股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
	回避	预计6个月内，股价表现弱于市场基准指数5%以上
行业投资评级	推荐	行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
	中性	行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
	回避	行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

联系方式:

公司总部	北京办事处
深圳市福田区福华一路115号投行大厦20楼 TEL: 0755-23838888 FAX: 0755-25831718 P. R. China: 518048 www.firstcapital.com.cn	北京市西城区广宁伯街2号金泽大厦东区16层 TEL: 010-63197788 FAX: 010-63197777 P. R. China: 100140