

传媒

2024年11月18日

哔哩哔哩-W (09626)

——24Q3如期实现盈利，宣布回购计划

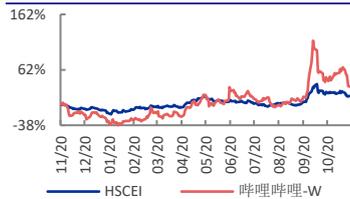
报告原因：有业绩公布需要点评

买入 (维持)

市场数据：2024年11月18日

收盘价 (港币)	145.00
恒生中国企业指数	7057.1
52周最高/最低 (港币)	238.80/67.80
H股市值 (亿港元)	610.83
流通H股 (百万股)	337.55
汇率 (人民币/港币)	1.0826

一年内股价与基准指数对比走势：



资料来源：Bloomberg

证券分析师

林起贤 A0230519060002
linqx@swsresearch.com
夏嘉励 A0230522090001
xiajl@swsresearch.com

联系人

夏嘉励
(8621)23297818×
xiajl@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

事件：

- 哔哩哔哩 24Q3 实现营业收入 73 亿元，同比增长 26%，连续四个季度环比提速，主要是游戏和广告业务带动；调整后归母净利润 2.4 亿元，对应利润率 3.2%，首次实现盈利；基本符合市场预期。经营活动现金流净额为 22 亿元。

- 宣布回购计划。计划未来 2 年内回购不超过 2 亿美元股份。

投资要点：

- **用户规模、时长创新高。**根据公司财报，Q3 MAU 为 3.48 亿，同比增长 2%，环比增长 4%；DAU 为 1.07 亿，同比增长 4%，DAU/MAU 提升至 30.7%；人均单日使用时长为 106 分钟，同比提升 6 分钟，环比提升 7 分钟。
- **《三国：谋定天下》贡献游戏业务强劲增长。**根据公司财报，游戏 Q3 收入为 18 亿元，同比增长 84%，环比增加 8 亿元；增量为《三国：谋定天下》（6 月 13 日公测）贡献。根据点点数据，《三谋》截至 11 月 17 日 iOS 总流水已接近 12 亿元，推算全渠道流水超 20 亿元（公司游戏业务 23 年收入为 40 亿元）。《三谋》的成功，证明了 B 站在非二次元游戏品类的的能力，关注后续产品表现。
- **广告业务继续高增。**根据公司财报，广告 Q3 收入为 21 亿元，绝对值历史新高，同比增长 28%，在互联网公司中表现突出。展望 Q4，双十一视频及直播带货的 GMV 同比增长超 150%（618 期间为超 140%），广告增长确定性仍较高。我们看好 B 站广告增长潜力，当前较高增速主要体现基建优化效果（打通电商平台等），用户商业价值仍待释放。
- **增值服务增速继续放缓。**根据公司财报，增值服务 Q3 收入为 28 亿元，同比增长 9%，增速连续三个季度环比下降。考虑基数，增速或将进一步下移。**IP 衍生品及其他表现平稳。**根据公司财报，Q3 收入为 5.7 亿元，同比下滑 2%；非重点业务，预计平稳。
- **实现盈利。**根据公司财报，Q3 毛利率为 35%，YoY+10pct，QoQ+5pct，已经实现连续九个季度环比提升；高毛利业务游戏、广告继续增长+带宽、内容等偏固定成本被摊薄，毛利率将继续上行。费用仍进行有效控制，Q3 三费合计绝对值同环比微增，S&M 由于新游推广绝对值增加，但 G&A，R&D 有效控制。
- **维持买入评级。**考虑到 Q4 仍需要进行新游推广，我们下调 24 年调整后归母净利润预测为 -0.87 亿元（原预测为 -0.45 亿元）；明年后收入结构优化带来的利润率提升更明显，上调 25-26 年调整后归母净利润预测为 17.10/30.88 亿元（原预测为 15.12/30.67 亿元）。B 站用户仍在增长且保持高粘性，看好广告潜力继续释放，游戏期待新品；公司 Q3 实现扭亏，利润进入释放期，中长期弹性较大，维持买入评级。
- **风险提示：游戏流水不及预期，广告增长不及预期。**

财务数据及盈利预测

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	21,899	22,528	26,738	30,657	33,038
同比增长率 (%)	13.0	2.9	19	15	8
调整后归母净利润 (百万元)	-6,692	-3,425	-87	1,710	3,088
同比增长率 (%)	-22.2	48.8	97	2,070	81
每股收益 (元/股)	-16.95	-8.13	-0.21	4.06	7.33
净资产收益率 (%)	-43.91	-23.78	-0.48	7.36	10.38
市盈率	-	-	-	33	18
市净率	-	-	-	-	-

注：“每股收益”为归属于母公司所有者的调整后净利润除以总股本

合并利润表 (百万元, 人民币)

报告日期	2022	2023	2024E	2025E	2026E
收入	21,899	22,528	26,738	30,657	33,038
营业成本	-18,050	-17,086	-18,002	-19,877	-20,171
毛利	3,849	5,442	8,736	10,781	12,867
其他收入	924	-339	-325	-195	-194
销售费用	-4,921	-3,916	-4,374	-3,563	-3,912
管理费用	-2,521	-2,122	-2,045	-2,299	-2,478
研发费用	-4,765	-4,467	-3,706	-4,599	-4,791
EBIT	-7,434	-5,111	-1,733	103	1,471
财务费用	30	378	329	163	225
税前利润	-7,404	-5,025	-1,383	287	1,717
所得税	-104	-79	14	-27	-170
少数股东权益	11	-11	16	16	16
归母净利润 (GAAP)	-7,497	-4,822	-1,375	255	1,542
调整项	805	1,398	1,288	1,455	1,545
归母净利润 (Non-GAAP)	-6,692	-3,425	-87	1,710	3,088

资料来源: 聚源数据, 申万宏源研究

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东组	茅炯	021-33388488	maojiong@swhy.com
银行团队	李庆	021-33388245	liqing3@swhy.com
华北组	肖霞	010-66500628	xiaoxia@swhy.com
华南组	张晓卓	13724383669	zhangxiaozhuo@swhy.com
华东创新团队	朱晓艺	021-33388860	zhuxiaoyi@swhy.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swhy.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 买入 (Buy) : 相对强于市场表现 20%以上；
- 增持 (Outperform) : 相对强于市场表现 5% ~ 20%；
- 中性 (Neutral) : 相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
- 减持 (Underperform) : 相对弱于市场表现 5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 看好 (Overweight) : 行业超越整体市场表现；
- 中性 (Neutral) : 行业与整体市场表现基本持平；
- 看淡 (Underweight) : 行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数 : 沪深 300 指数

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国境内（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的真实性、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。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

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，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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口头承诺均为无效。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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司强烈建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。市场有风险，投资需谨慎。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。

权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。