

哔哩哔哩-W (09626.HK)

《三谋》逐步确认收入，经调整净利润首次实现转正

财务指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	21,899	22,528	26,993	30,891	33,992
增长率 yoy (%)	12.98	2.87	19.82	14.44	10.04
归母净利润(百万元)	-7,497	-4,822	-1,600	814	2,828
增长率 yoy (%)	-10.4	35.7	66.8	150.9	247.3
ROE (%)	-49.2	-33.5	-12.5	6.0	17.2
EPS 最新摊薄(元)	-17.80	-11.45	-3.80	1.93	6.71
P/E(倍)	-8.4	-13.0	-39.2	76.9	22.2
P/B(倍)	4.1	4.4	4.9	4.6	3.8

资料来源：公司财报，长城证券产业金融研究院

事件：哔哩哔哩发布 24Q3 业绩，公司 24Q3 实现营业收入 73.06 亿元，同比增长 26%；毛利率为 34.9%，同比提升 9.9pct，环比提升 5.0pct；实现经调整归母净利润 2.4 亿元（去年同期为亏损 8.63 亿元），首次实现扭亏为盈。此外，公司宣布董事会已授权一项股份回购计划，公司可于未来 24 个月内回购不超过 2 亿美元的公开交易证券。

《三谋》带动游戏业务表现强劲，关注《咒术回战幻影夜行》新游表现。哔哩哔哩游戏业务 24Q3 实现营业收入 18.23 亿元，同比增长 84%，主要受益于（1）《三谋》于 24Q3 陆续开启 S2/S3 赛季，S3 赛季开启后《三谋》最高达游戏畅销榜第二位，该游戏将于 11 月进入 S4“问鼎赛季”阶段，并推出年度剧本，其中包含全新地图和玩法机制，有望持续吸引新用户并维持现有用户粘性；公司 24Q3 递延收入达 41.06 亿元，较 24Q2 期末增长 3.81 亿元，我们认为主要由《三谋》所拉动；我们预计该游戏有望成为常青游戏，为公司持续带来稳定收入；（2）《FGO》开启八周年活动，该游戏于 7 月 26 号畅销榜排名升至第六位，为公司贡献增量收入。新游戏方面，公司代理游戏《咒术回战幻影夜行》已于 11 月 7 日正式在全球多地上线，建议关注该游戏后续表现。

广告业务涨势强劲，广告加载率仍有提升空间。哔哩哔哩 24Q3 广告业务实现收入 20.94 亿元，同比增长 28%，主要受益于平台广告产品持续优化及广告效率提升。此外，公司凭借 UP 主与用户独特的联系，构建了高粘性且持续增长的流量基本盘，24Q3 公司 DAU/MAU 分别达 1.07/3.48 亿人，均创下历史新高；此外用户日均使用时长达 106 分钟，较去年同期增长 6 分钟。此外，公司 2024 年持续完善广告平台基建，比如上半年升级 PC 端投放平台，提供一站式专业投放工具，带动平台 KA 广告主数量维持高速增长，从而扩大广告库存。平台目前广告加载率约为 6-7%，相较其他平台仍有一定差距，未来有望释放更大的广告业务增长潜力。

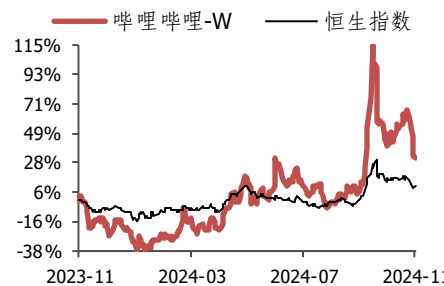
盈利能力持续提升，24Q3 实现首次经调整净利润扭亏为盈。受益于收入结构的持续改善，公司盈利能力持续提升，24Q3 实现经调整归母净利润 2.4 亿元，首次实现扭亏为盈。拆分来看，公司毛利率持续提升，主要受益于（1）高毛利业务，如游戏（毛利约 60%）、广告（毛利约 50-60%，其中毛利超 90%的效果广告占比持续提升）业务收入占比持续提升；（2）低毛利业务，如直播的

买入（维持评级）

股票信息

行业	传媒
2024 年 11 月 18 日收盘价(港元)	145.00
总市值(百万港元)	61,082.91
流通市值(百万港元)	60,230.17
总股本(百万股)	421.26
近 3 月日均成交额(百万港元)	815.63

股价走势



作者

分析师 侯宾

执业证书编号：S1070522080001

邮箱：houbin@cgws.com

相关研究

1、《三谋》带动游戏业务回暖，广告业务维持高质量增长》2024-08-26

2、《哔哩哔哩-W (09626.HK) 首次覆盖报告：内容及用户生态繁荣带动商业化提速，盈利可见性显著提升》2024-07-17

毛利持续提升；（3）内容/带宽成本优化以及公司经营杠杆效应逐步体现。费用端方面，公司进行期间费用的严格管控，24Q3 销售/管理/研发费用率分别为 16%/7%/12%，同比下降 0.6/1.7/6.0pct，环比下降 0.4/1.0/2.2pct。向后展望，我们预计哔哩哔哩中长期有望达成 10-15%的经调整归母净利润率。

投资建议：公司游戏业务迎来拐点，《三谋》有望成为常青游戏为公司贡献稳定游戏业务收入；广告业务受益于平台基础设施建设升级以及平台流量侧高质量增长持续提升市场份额；盈利能力加速释放，中长期有望达到公司 10-15%的经调整归母净利润率目标。我们预计 2024-2026 年公司实现营收 270/309/340 亿元；经调整归母净利润-1.70/22.53/41.46 亿元；对应 25/26 年 PE 分别为 25.2/13.7 倍，维持“买入”评级。

风险提示：视频行业竞争加剧；宏观经济波动；用户增长不及预期；商业化变现不及预期。

财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	24453	18727	19861	20973	21486
现金	10187	7242	8098	9267	10198
应收票据及应收账款	1329	1574	1816	2078	2287
预付账款	3110	1742	1849	1904	1863
其他流动资产	9827	8170	8098	7723	7138
非流动资产	17378	14432	15299	15713	15673
固定资产	1227	715	814	1084	1276
无形资产	4327	3628	3846	3689	3157
其他非流动资产	11824	10090	10640	10940	11240
资产总计	41831	33159	35160	36685	37159
流动负债	17093	18104	21072	21782	19421
短期借款	6621	7456	8984	8496	5266
应付票据及应付账款	4292	4334	4761	5182	5454
其他流动负债	6180	6314	7328	8104	8702
非流动负债	9498	651	1280	1280	1280
长期借款	8683	1	629	629	629
其他非流动负债	814	650	650	650	650
负债合计	26591	18755	22352	23061	20701
少数股东权益	2	12	16	18	24
资本公积	15179	14179	13179	12179	11179
归属母公司股东权益	15238	14392	12792	13606	16434
负债和股东权益	41831	33159	35160	36685	37159

现金流量表 (百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	-3911	267	1051	4018	6498
净利润	-7508	-4812	-1596	816	2834
折旧摊销	3614	2923	1433	1886	2340
财务费用	-10	-342	62	70	47
其他经营现金流	-8	2497	1152	1246	1277
投资活动现金流	10609	1762	-2290	-2290	-2290
资本支出	2406	1494	2300	2300	2300
其他投资现金流	8203	268	-4590	-4590	-4590
筹资活动现金流	-4355	-5075	2095	-558	-3277
短期借款	5389	834	1528	-488	-3230
长期借款	-9101	-8683	629	0	0
其他筹资现金流	-643	2773	-62	-70	-47
现金净增加额	2343	-3046	856	1169	930

利润表 (百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	21899	22528	26993	30891	33992
营业成本	18050	17086	18412	20042	21092
销售费用	4921	3916	3755	3701	3590
研发及管理费用	7286	6590	6324	6243	6340
财务费用	-10	-342	62	70	47
营业利润	-8348	-4722	-1560	836	2924
营业外收入	944	-11	10	10	10
利润总额	-7404	-4733	-1550	846	2934
所得税	104	79	46	30	100
净利润	-7508	-4812	-1596	816	2834
少数股东损益	-11	11	4	2	6
归属母公司净利润	-7497	-4822	-1600	814	2828
EBITDA	-3800	-2152	-55	2801	5321
EPS (元/股)	-17.80	-11.45	-3.80	1.93	6.71

主要财务比率

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入 (%)	13.0	2.9	19.8	14.4	10.0
归属母公司净利润 (%)	-10.3	35.9	66.8	151.1	247.3
获利能力					
毛利率 (%)	17.6	24.2	31.8	35.1	38.0
净利率 (%)	-34.3	-21.4	-5.9	2.6	8.3
ROE (%)	-49.2	-33.5	-12.5	6.0	17.2
ROIC (%)	-21.7	-19.1	-7.2	3.9	12.6
偿债能力					
资产负债率 (%)	63.6	56.6	63.6	62.9	55.7
净负债比率 (%)	33.6	1.5	11.8	-1.0	-26.1
流动比率	1.4	1.0	0.9	1.0	1.1
速动比率	0.9	0.6	0.6	0.6	0.7
营运能力					
总资产周转率	0.5	0.7	0.8	0.8	0.9
应收账款周转率	16.5	14.3	14.9	14.9	14.9
应付账款周转率	4.2	3.9	3.9	3.9	3.9
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	-17.80	-11.45	-3.80	1.93	6.71
每股经营现金流 (最新摊薄)	-9.28	0.63	2.49	9.54	15.43
每股净资产 (最新摊薄)	36.17	34.16	30.37	32.30	39.01
估值比率					
P/E	-8.4	-13.0	-39.2	76.9	22.2
P/B	4.1	4.4	4.9	4.6	3.8
EV/EBITDA	-3.1	-3.3	-3123.6	119.2	92.7

资料来源: 公司财报, 长城证券产业金融研究院

免责声明

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究院，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。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或向他人作出邀请。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。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于 2017 年 7 月 1 日起正式实施。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：本人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，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，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接收到任何形式的报酬。

投资评级说明

公司评级		行业评级	
买入	预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅 15% 以上	强于大市	预期未来 6 个月内行业整体表现战胜市场
增持	预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 5%~15% 之间	中性	预期未来 6 个月内行业整体表现与市场同步
持有	预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 -5%~5% 之间	弱于大市	预期未来 6 个月内行业整体表现弱于市场
卖出	预期未来 6 个月内股价相对行业指数跌幅 5% 以上		
	行业指中信一级行业，市场指沪深 300 指数		

长城证券产业金融研究院

深圳

地址：深圳市福田区福田街道金田路 2026 号能源大厦南塔楼 16 层
 邮编：518033
 传真：86-755-83516207

上海

地址：上海市浦东新区世博馆路 200 号 A 座 8 层
 邮编：200126
 传真：021-31829681
 网址：<http://www.cgws.com>

北京

地址：北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 8 层
 邮编：100044
 传真：86-10-88366686