

# 哔哩哔哩-W (09626.HK)

买入 (维持评级)

港股公司点评  
证券研究报告

## 用户价值显性释放，迈入盈利时代

### 业绩简评

2025年2月20日，公司披露2024年第四季度及全年业绩。2024Q4实现营收77.34亿元（同比+22%，环比+16%），Non-GAAP净利润4.52亿元（同比扭亏为盈，首次实现GAAP季度盈利）。全年营收268.32亿元（同比+19%），Non-GAAP净亏损收窄至0.39亿元（同比-99%）。

### 经营分析

**毛利率继续提升，保持正向现金流：**毛利率连续10季度上行：2024Q4达36.1%（同比+10pct），主因高毛利业务占比提升（广告+游戏收入占比54%，同比+15pct）及运营成本优化；2024Q4销售/管理/研发费用率降至16%/6.5%/11.9%（同比-1.7pct/-1.5pct/-9pct）。现金流健康呈现稳定正向趋势，全年经营性现金流60.15亿元。

**广告：收入快速增长，将在场景、流量、商业技术、科学度量和投放策略上深化广告能力。**Q4收入23.89亿元（同比+24%，占收入比31%），全年81.89亿元（同比+28%）。2025年1月17日，哔哩哔哩于上海举办AD TALK大会，提出广告业务五大方向：1) 拓展TV/车载场景，创新多端营销；2) 推出B小程序，将扩展至短剧、小说；3) 强化AIGC、深度转化等技术提升效率；4) 升级哔哩哔哩必达平台及MATES模型优化投放；5) 发布15大人群及IP矩阵，精准匹配内容与用户。

**游戏：SLG爆款验证长线运营能力，带动游戏业务高增长。**Q4收入17.98亿元（同比+79%，占收入比23%），核心驱动为代理SLG手游《三国：谋定天下》。

**增值服务+IP生态：大会员黏性筑牢基本盘，衍生品再拓场景。**2024Q4收入30.83亿元（同比+8%），大会员规模达2270万。

**DAU破圈+时长稳增，创作者生态形成正循环：**Q4日活用户1.03亿（同比+3%），日均使用时长99分钟（同比+4%）。春晚独家弹幕合作拉动除夕日活+20%，跨年晚会播放量2.3亿次，破圈效应强化品牌认知。

### 盈利预测、估值与评级

预计2025/2026/2027年公司收入307/335/361亿元，NON-GAAP归母净利润分别为19.72/31.43/39.75亿元，当前股价对应2025/2026/2027年P/E分别为30.50/19.14/15.13X，维持“买入”评级。

### 风险提示

用户增长不及预期；广告主需求不及预期；优质UP主流失风险；游戏上线时间或表现不及预期。

国金证券研究所

分析师：赵中平（执业S1130524050003）

zhaozhongping@gjzq.com.cn

分析师：许孟婕（执业S1130522080003）

xumengjie@gjzq.com.cn

市价（港币）：154.800元

相关报告：

- 《哔哩哔哩-W 港股公司点评：扭亏为盈，游戏业务增长强劲》，2024.11.15
- 《哔哩哔哩-W 港股公司点评：利润持续改善，游戏Q3将迎强增长》，2024.8.23
- 《广告超预期增长，经营效率稳步提升》，2024.5.24



### 主要财务指标

项目	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	22,528	26,832	30,684	33,494	36,140
营业收入增长率	2.87%	19.10%	14.36%	9.16%	7.90%
Non-GAAP 归母净利润(百万元)	-3,414	-39	1,972	3,143	3,975
Non-GAAP 归母净利润增长率	N.A	N.A	N.A	59.38%	26.50%
Non-GAAP 摊薄每股收益(元)	-8.105	-0.092	4.681	7.460	9.437
每股经营性现金流净额	0.63	0.00	3.65	12.13	9.63
ROE(归属母公司)(摊薄)	-33.51%	-9.55%	4.25%	9.66%	13.40%
P/E	N.A	N.A	30.50	19.14	15.13
P/B	4.53	4.62	4.43	4.00	3.46

来源：公司年报、国金证券研究所

**附录：三张报表预测摘要**

损益表 (百万元)							资产负债表 (百万元)						
	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E		2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>主营业务收入</b>	<b>21,899</b>	<b>22,528</b>	<b>26,832</b>	<b>30,684</b>	<b>33,494</b>	<b>36,140</b>	货币资金	10,173	7,192	10,249	14,311	18,717	22,465
增长率	13.0%	2.9%	19.1%	14.4%	9.2%	7.9%	应收款项	4,317	3,368	3,162	4,318	4,372	4,764
主营业务成本	18,050	17,086	18,058	19,417	20,744	22,045	存货	437	186	0	0	0	0
%销售收入	82.4%	75.8%	67.3%	63.3%	61.9%	61.0%	其他流动资产	9,526	7,981	6,345	6,448	6,462	6,476
毛利	3,849	5,442	8,774	11,267	12,750	14,095	流动资产	24,453	18,727	19,756	25,077	29,551	33,704
%销售收入	17.6%	24.2%	32.7%	36.7%	38.1%	39.0%	%总资产	58.5%	56.5%	60.4%	70.2%	73.2%	75.6%
营业税金及附加	0	0	0	0	0	0	长期投资	1,923	1,863	0	0	0	0
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	固定资产	1,227	715	589	815	1,019	1,202
销售费用	4,921	3,916	4	4,850	5,210	5,240	%总资产	2.9%	2.2%	1.8%	2.3%	2.5%	2.7%
%销售收入	22.5%	17.4%	0.0%	15.8%	15.6%	14.5%	无形资产	7,052	6,353	5,926	5,904	5,883	5,770
管理费用	2,521	2,122	0	2,111	2,144	2,313	非流动资产	17,378	14,432	12,942	10,630	10,814	10,883
%销售收入	11.5%	9.4%	0.0%	6.9%	6.4%	6.4%	%总资产	41.5%	43.5%	39.6%	29.8%	26.8%	24.4%
研发费用	4,765	4,467	3,685	3,900	4,057	4,337	<b>资产总计</b>	<b>41,831</b>	<b>33,159</b>	<b>32,699</b>	<b>35,708</b>	<b>40,365</b>	<b>44,588</b>
%销售收入	21.8%	19.8%	13.7%	12.7%	12.1%	12.0%	短期借款	6,621	7,456	1,572	2,600	2,940	3,594
息税前利润 (EBIT)	-8,358	-5,064	5,084	407	1,339	2,204	应付款项	4,292	4,334	4,801	4,854	6,692	6,889
%销售收入	n.a	n.a	18.9%	1.3%	4.0%	6.1%	其他流动负债	6,180	6,314	8,390	9,681	10,572	11,408
财务费用	-30	-378	-346	-159	-161	-228	流动负债	17,093	18,104	14,763	17,135	20,203	21,891
%销售收入	-0.1%	-1.7%	-1.3%	-0.5%	-0.5%	-0.6%	长期贷款	8,683	1	3,264	3,264	3,264	3,264
—	0	0	0	0	0	0	其他长期负债	814	650	568	579	585	591
—	0	0	0	0	0	0	负债	<b>26,591</b>	<b>18,755</b>	<b>18,595</b>	<b>20,978</b>	<b>24,052</b>	<b>25,745</b>
投资收益	0	0	0	0	0	0	<b>普通股股东权益</b>	<b>15,238</b>	<b>14,392</b>	<b>14,108</b>	<b>14,735</b>	<b>16,321</b>	<b>18,856</b>
%税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	其中：股本	0	0	0	0	0	0
营业利润	-8,358	-5,064	-1,344	407	1,339	2,204	未分配利润	15,179	14,179	14,108	14,735	16,321	18,856
营业利润率	n.a	n.a	n.a	1.3%	4.0%	6.1%	少数股东权益	2	12	-4	-6	-9	-14
营业外收支	924	-46	-402	50	50	50	<b>负债股东权益合计</b>	<b>41,831</b>	<b>33,159</b>	<b>32,699</b>	<b>35,708</b>	<b>40,365</b>	<b>44,588</b>
税前利润	-7,404	-4,733	-1,400	616	1,550	2,482	<b>比率分析</b>						
利润率	n.a	n.a	n.a	2.0%	4.6%	6.9%		2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
所得税	104	79	-37	-9	-23	-37	<b>每股指标</b>						
所得税率	n.a	n.a	n.a	-1.5%	-1.5%	-1.5%	每股收益	-17.797	-11.447	-3.197	1.487	3.742	5.992
净利润	-7,508	-4,812	-1,364	625	1,573	2,519	每股净资产	36.172	34.164	33.491	34.978	38.720	44.712
少数股东损益	-11	11	-17	-1	-3	-5	每股经营现金净流	-9.285	0.633	0.000	3.651	12.127	9.629
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>-7,497</b>	<b>-4,822</b>	<b>-1,347</b>	<b>627</b>	<b>1,576</b>	<b>2,524</b>	每股股利	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
净利率	n.a	n.a	n.a	2.0%	4.7%	7.0%	<b>回报率</b>						
							净资产收益率	-49.20%	-33.51%	-9.55%	4.25%	9.66%	13.40%
							总资产收益率	-17.92%	-14.54%	-4.12%	1.78%	3.96%	5.74%
							投入资本收益率	-27.03%	-22.87%	25.38%	2.01%	6.04%	8.71%
							<b>增长率</b>						
							主营业务收入增长率	12.98%	2.87%	19.10%	14.36%	9.16%	7.90%
							EBIT 增长率	30.00%	-39.41%	-200.40%	-92.00%	229.11%	64.59%
							净利润增长率	-10.43%	35.68%	72.07%	146.52%	151.58%	60.14%
							总资产增长率	-19.64%	-20.73%	-1.39%	7.43%	13.21%	10.58%
							<b>资产管理能力</b>						
							应收账款周转天数	22.1	25.5	16.7	16.7	16.7	16.7
							存货周转天数	8.8	4.0	n.a	n.a	n.a	n.a
							应付账款周转天数	86.8	92.6	97.1	91.3	117.7	114.1
							固定资产周转天数	20.5	11.6	8.0	9.7	11.1	12.1
							<b>偿债能力</b>						
							净负债/股东权益	39.02%	6.35%	-34.36%	-53.42%	-73.10%	-79.67%
							EBIT 利息保障倍数	277.4	13.4	-14.7	-2.6	-8.3	-9.7
							资产负债率	63.57%	56.56%	56.87%	58.07%	59.01%	57.20%

来源：公司年报、国金证券研究所

**投资评级的说明：**

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；  
 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；  
 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；  
 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

**特别声明：**

国金证券股份有限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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806