

哔哩哔哩 (BILI)

2024Q4 业绩点评: 业绩超预期, 关注广告增长潜力释放

买入 (维持)

2025年02月23日

证券分析师 张良卫

执业证书: S0600516070001  
021-60199793

zhanglw@dwzq.com.cn

证券分析师 周良玖

执业证书: S0600517110002  
021-60199793

zhoulj@dwzq.com.cn

证券分析师 陈欣

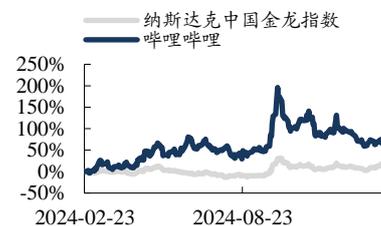
执业证书: S0600524070002  
chenxin@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入 (百万元)	22,528	26,832	29,858	31,822	33,801
同比 (%)	3%	19%	11%	7%	6%
归母净利润 (百万元)	-4,822	-1,347	577	1,618	2,792
同比 (%)	-	-	-	181%	73%
Non-GAAP 归母净利润 (百万元)	-3,425	-22	1,935	3,027	4,201
同比 (%)	-	-	-	56%	39%
EPS-最新摊薄 (元/股)	-8.13	-0.05	4.59	7.18	9.97
P/E (现价&最新摊薄)	-	-	120.87	43.08	24.97
PE (Non-GAAP)	-	-	36.02	23.03	16.59

投资要点

- **事件:** 2024Q4 公司实现营收 77.34 亿元, yoy+22%, qoq+6%, 超出彭博一致预期的 76.39 亿元, 实现 Non-GAAP 归母净利润 4.53 亿元, 超过彭博一致预期的 3.93 亿元。
- **毛利率、经营利润率稳步提升。** 2024Q4 公司毛利率达 36.1%, 同比+9.9pct, 环比+1.2pct, 实现连续 10 个季度的环比提升, 主要受益于高毛利率的游戏、广告收入占比提升, 以及收入增长摊薄类固定成本。费用端, 2024Q4 公司销售/管理/研发费用率分别为 16.0%/6.5%/11.9%, 同比变动-1.7pct/-1.5pct/-9.0pct, 环比变动-0.5pct/-0.4pct/-0.5pct, 研发费用率同比变动幅度较大主要系 2023Q4 公司若干游戏项目终止开发产生一次性开支。展望中长期, 公司预计随着广告及游戏收入占比提升, 毛利率有望达到 40-45%, 同时高效管控费用, 销售/管理/研发费用率仍有进一步下降的空间, 经营利润率有望达到 15-20%。
- **广告增长潜力有望持续释放, 增值业务表现平稳。** 2024Q4 公司广告业务收入 23.89 亿元, yoy+24%, qoq+14%, 前五大广告主行业分别为游戏、数码家电、电商、网服、汽车。2024 年全年广告业务收入 81.89 亿元, yoy+28%, 其中高毛利率的效果广告收入同比增速超 40%, 带动广告业务及公司整体毛利率提升。我们看好公司继续推进“一横 N 纵”战略, 巩固优势行业广告预算, 同时挖掘新兴行业广告需求, 随着平台用户平均年龄逐步提升, 广告增长潜力将持续释放, 有望继续保持高于行业的增速。2024Q4 公司增值业务收入 30.83 亿元, yoy+8%, qoq+9%。
- **游戏延续长线运营思路, 关注《三谋》表现。** 2024Q4 公司游戏业务收入 17.98 亿元, yoy+79%, qoq-1%, 《三国: 谋定天下》延续强劲表现, S1-6 赛季 iOS 游戏畅销榜排名最高达第 3/3/2/2/4/3 名 (截至 2025/2/23), 公司持续推出新地图、新武将、新玩法, 关注《三谋》国服长线运营情况及境外地区上线进展。同时公司持续关注品类年轻化, 期待新爆款出现及代理产品陆续上线贡献业绩增量。
- **盈利预测与投资评级:** 《三谋》流水稳健但较峰值有所自然回落, 我们略下调此前盈利预测并新增 2027 年预测, 预计 2025-2027 年公司营收 298.58/318.22/338.01 亿元 (2025-2026 年前值为 302.29/325.69 亿元), Non-GAAP 归母净利润分别为 19.35/30.27/42.01 亿元 (2025-2026 年前值为 19.35/30.27 亿元), 对应当前股价 PE 分别为 36/23/17 倍, 看好公司广告业务潜力持续释放, 盈利能力稳步提升, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 游戏流水不及预期, 商业化不及预期, 行业监管风险。

股价走势



市场数据

收盘价(美元)	22.82
一年最低/最高价	9.63/31.77
市净率(倍)	4.9
流通股市值(百万美元)	7702.81
总市值(百万美元)	9613.19

基础数据

每股净资产(元,LF)	33.49
资产负债率(% LF)	56.87
总股本(百万股)	421.26
流通股(百万股)	337.55

相关研究

《哔哩哔哩(BILI): 2024Q3 业绩点评: Non-GAAP 净利润首次转正, 期待盈利潜力释放》

2024-11-15

《哔哩哔哩(BILI): 2024Q2 业绩点评: 业绩超市场预期, 广告及游戏业务强劲增长》

2024-08-25

## 哔哩哔哩三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
<b>流动资产</b>	19,756	18,465	20,759	24,470	<b>营业总收入</b>	26,832	29,858	31,822	33,801
现金及现金等价物	13,888	11,692	13,500	17,263	营业成本	18,058	18,614	19,482	20,115
应收账款及票据	1,227	2,090	2,228	2,366	销售费用	4,402	4,798	4,773	4,901
存货	0	0	0	0	管理费用	2,031	2,045	2,005	2,028
其他流动资产	4,641	4,684	5,032	4,841	研发费用	3,685	3,638	3,755	3,887
<b>非流动资产</b>	12,942	13,803	14,838	15,573	其他费用	0	0	0	0
固定资产	2,440	2,691	3,086	3,342	<b>经营利润</b>	-1,344	762	1,807	2,869
商誉及无形资产	5,926	6,536	7,176	7,655	利息收入	435	380	387	420
长期投资	3,912	3,912	3,912	3,912	利息支出	89	80	80	80
其他长期投资	0	0	0	0	其他收益	-363	-450	-515	-513
其他非流动资产	664	664	664	664	<b>利润总额</b>	-1,362	612	1,599	2,696
<b>资产总计</b>	32,699	32,268	35,598	40,042	所得税	-37	-25	-76	-132
<b>流动负债</b>	14,763	15,359	15,874	16,256	<b>净利润</b>	-1,325	637	1,675	2,828
短期借款	1,572	1,372	1,172	972	少数股东损益	17	12	13	13
应付账款及票据	4,801	5,584	5,845	6,035	<b>归属母公司净利润</b>	-1,347	577	1,618	2,792
其他	8,390	8,403	8,858	9,250	EBIT	-3,549	-3,695	-4,153	-4,089
<b>非流动负债</b>	3,832	3,832	3,832	3,832	EBITDA	-2,446	-1,467	-1,173	-610
长期借款	3,264	3,264	3,264	3,264	Non-GAAP	-22	1,935	3,027	4,201
其他	568	568	568	568					
<b>负债合计</b>	18,595	19,191	19,706	20,088					
股本	421	421	421	421	<b>主要财务比率</b>	<b>2024A</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	<b>2027E</b>
少数股东权益	-4	-4	-4	-4	每股收益(元)	-0.05	4.59	7.18	9.97
归属母公司股东权益	14,108	13,081	15,896	19,959	每股净资产(元)	33.48	31.04	37.72	47.37
<b>负债和股东权益</b>	32,699	32,268	35,598	40,042	发行在外股份(百万股)	421	421	421	421
					ROIC(%)	-28.5%	-29.1%	-28.3%	0.0%
					ROE(%)	-9.5%	4.4%	10.2%	14.0%
					毛利率(%)	32.7%	37.7%	38.8%	40.5%
					销售净利率(%)	-5.0%	1.9%	5.1%	8.3%
					资产负债率(%)	56.9%	59.5%	55.4%	50.2%
					收入增长率(%)	19.1%	11.3%	6.6%	6.2%
					净利润增长率(%)	-	-	180.5%	72.5%
					P/E	-	36.02	23.03	16.59
					P/B	4.94	5.33	4.39	3.49
					EV/EBITDA	-24.79	-42.72	-51.69	-92.95

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,美元汇率为2025年2月23日的7.2513,预测均为东吴证券研究所预测。此外,公司业绩预告未公布详细现金流量表数据,因此现金流量表2024年数据为东吴证券研究所预测。

## 免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）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。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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5% 以上。

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应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所  
苏州工业园区星阳街 5 号  
邮政编码：215021  
传真：（0512）62938527  
公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>