哔哩哔哩-W（09626.HK）

季度全面盈利，聚焦 AI 时代优质内容

哔哩哔哩 2024Q4 在 GAAP 和 non-GAAP 层面均实现盈利。B 站 2024Q4 收入为 77 亿元，同比增长 22%。其中增值服务、广告、游戏、IP 衍生品及其他分别为 31/24/18/4.6 亿元，yoy+8%/+24%/+79%/-16%。

2024Q4 公司实现毛利率 36.1%，同比改善约 10pct，主要是因为收入增加而运营相关成本有所减少。销售费用率/行政费用率/研发费用率各为 16.0%/6.5%/11.9%。本季公司实现经调整运营利润 4.6 亿元，经调整 OPM 约 6.0%；GAAP 归母净利 0.9 亿元、non-GAAP 归母净利 4.5 亿元，non-GAAP 归母净利率约 5.9%。我们预计公司后续有继续提高盈利能力。

常青游戏增长稳健，《三谋》表现亮眼。2024Q4 公司游戏收入同比增长 79%至 18 亿元，主要由于独家授权游戏《三谋》表现强劲。同时，两大常青游戏《FGO》和《碧蓝航线》带来的收入仍在增长。

广告增速可观，“一横 N 纵”策略见效。2024Q4 公司广告收入同比增长 24%至 24 亿元，主要得益于 B 站的年轻人卡位、以及广告效率的提升。首先，B 站拥有高价值的年轻用户群体、并且拥有优质的内容，这使得 B 站成为广告主青睐的投放平台。其次，公司继续推进“一横 N 纵”的广告投放策略：1）一横：指广告产品的基础设施建设，比如广告产品（花火计划、起飞计划等）迭代、AI 广告素材优化，等。2）N 纵：指多个垂直行业的解决方案，比如游戏、电商等多行业探索更多投放需求。

把握优质内容，把握 AI 时代入场券。公司表示：优质内容是 B 站进入 AI 时代的入场券：1）AI 模型和应用迭代需要优质的语料库，2）B 站拥有 PUGC 类、自制 IP 类、评论和弹幕类等多项优质内容。我们认为，在实现全面盈利后，B 站有潜力在优质内容上进行更好的投入和挖掘，把握 AI 时代的内容和变现机遇。

重申“增持”评级。我们基于公司盈利性的改善、修改公司 2025-2027 年收入预测为 301/337/376 亿元，yoy+12%/12%/12%；non-GAAP 归母净利 16.1/28.4/40.1 亿元。我们给予公司（BILI.O）/（9626.HK）目标价 26 美金/201 港币，对应 28x 2026e P/E，维持“增持”评级。

风险提示：用户增长不及预期，变现效率不及预期，宏观环境变化超预期。

财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	22,528	26,832	30,067	33,724	37,605
增长率 yoy（%）	2.9	19.1	12.1	12.2	11.5
Non-GAAP 归母净利润（百万元）	-3,425	-22	1,606	2,841	4,006
增长率 yoy（%）	48.8	99.4	7,365	77	41
EPS 最新摊薄（元/股）	-8.3	-0.1	3.8	6.7	9.4
净资产收益率（%）	-33.5	-9.5	1.3	8.2	12.9
P/E（倍）	-16.0	-2499.8	34.5	19.5	13.8
P/S（倍）	2.4	2.1	1.9	1.7	1.5

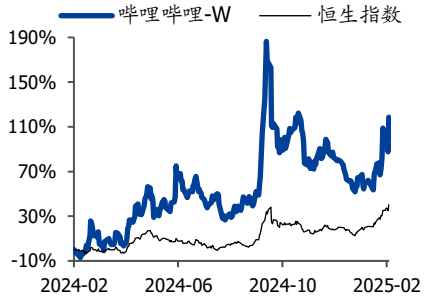
资料来源：Wind，国盛证券研究所 注：股价为 2025 年 02 月 21 日收盘价

增持（维持）

股票信息

行业	海外
前次评级	增持
02 月 21 日收盘价（港元）	180.30
总市值（百万港元）	75,953.43
总股本（百万股）	424.21
其中自由流通股（%）	98.88
30 日日均成交量（百万股）	7.09

股价走势



作者

分析师 夏君
执业证书编号：S0680519100004
邮箱：xiajun@gszq.com

相关研究

1、《哔哩哔哩-W（09626.HK）：首次季度盈利，期待变现释放》 2024-11-21
2、《哔哩哔哩-W（09626.HK）：毛利率持续改善，期待经营盈利》 2024-08-26
3、《哔哩哔哩-SW（09626.HK）：广告增长亮眼，亏损持续收窄》 2024-04-23

财务报表和主要财务比率

资产负债表（百万元）

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	18,727	19,756	20,487	25,388	26,943
现金	7,192	10,249	9,878	14,346	15,419
应收票据及应收账款	1,574	1,227	1,991	2,354	2,491
其他应收款	0	0	0	0	0
预付账款	2,063	1,935	2,273	2,342	2,688
存货	0	0	0	0	0
其他流动资产	7,898	6,345	6,345	6,345	6,345
非流动资产	14,432	12,942	12,046	11,599	11,376
长期投资	4,367	3,912	3,912	3,912	3,912
固定资产	715	589	477	413	377
无形资产	5,694	5,052	4,268	3,885	3,698
其他非流动资产	3,657	3,389	3,389	3,389	3,389
资产总计	33,159	32,699	32,533	36,987	38,319
流动负债	18,104	14,763	14,415	17,590	16,627
短期借款	7,456	1,572	1,490	1,408	1,326
应付票据及应付账款	4,334	4,801	5,563	6,659	6,786
其他流动负债	6,314	8,390	7,361	9,522	8,514
非流动负债	651	3,832	3,832	3,832	3,832
长期借款	1	3,264	3,264	3,264	3,264
其他非流动负债	0	0	0	0	0
负债合计	18,755	18,595	18,246	21,422	20,459
少数股东权益	12	-4	-9	-13	-17
股本	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
资本公积	40,445	40,445	40,445	40,445	40,445
留存收益	-26,054	-27,400	-27,214	-25,931	-23,632
归属母公司股东权益	14,392	14,108	14,295	15,578	17,877
负债和股东权益	33,159	32,699	32,533	36,987	38,319

现金流量表（百万元）

会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	267	3,691	1,041	5,880	2,485
净利润	-4,812	-1,364	183	1,278	2,295
折旧摊销	2,730	2,500	2,227	1,777	1,553
财务费用	378	346	383	486	624
投资损失	897	0	0	0	0
营运资金变动	449	2,555	-1,369	2,825	-1,364
其他经营现金流	625	-346	-383	-486	-624
投资活动现金流	1,762	-1,330	-1,330	-1,330	-1,330
资本支出	-1,330	-1,330	-1,330	-1,330	-1,330
长期投资	-133	0	0	0	0
其他投资现金流	3,225	0	0	0	0
筹资活动现金流	-5,075	-82	-82	-82	-82
短期借款	-82	-82	-82	-82	-82
少数股东注资	-7	0	0	0	0
发行普通股所得款项	2,689	0	0	0	0
发行可转换优先票据所得款项	0	0	0	0	0
其他筹资现金流	-7,675	0	0	0	0
现金净增加额	-2,946	3,008	-371	4,468	1,073

利润表（百万元）

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	22,528	26,832	30,067	33,724	37,605
营业成本	17,086	18,058	19,006	20,847	22,720
营业税金及附加	0	0	0	0	0
销售费用	3,916	4,402	4,741	4,904	5,318
管理费用	2,122	2,031	1,889	1,984	2,159
研发费用	4,467	3,685	3,496	3,787	4,072
财务费用	-378	-346	-383	-486	-624
资产减值损失	36	69	-42	-42	-42
其他收益	133	175	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	-436	-470	-1,133	-1,133	-1,133
资产处置收益	0	0	0	0	0
营业利润	-5,025	-1,362	228	1,598	2,869
营业外收入	0	0	0	0	0
营业外支出	0	0	0	0	0
利润总额	-5,025	-1,362	228	1,598	2,869
所得税	79	-37	46	320	574
净利润	-4,812	-1,364	183	1,278	2,295
少数股东损益	11	-17	-4	-4	-4
归属母公司净利润	-4,822	-1,347	187	1,283	2,299
non-gaap 归母净利	-3,425	-22	1,606	2,841	4,006
Non-GAAP EPS（元/股）	-8.3	-0.1	3.8	6.8	9.6

主要财务比率

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入(%)	2.9	19.1	12.1	12.2	11.5
营业利润(%)	39.1	72.9	116.8	599.9	79.5
归属于母公司净利润(%)	35.7	72.1	113.9	586.7	79.3
获利能力					
毛利率(%)	24.2	32.7	36.8	38.2	39.6
净利率(%)	-21.4	-5.0	0.6	3.8	6.1
ROE(%)	-33.5	-9.5	1.3	8.2	12.9
ROIC(%)	-25.1	-8.8	-0.7	4.4	8.0
偿债能力					
资产负债率(%)	56.6	56.9	56.1	57.9	53.4
净负债比率(%)	34.1	42.1	41.5	45.3	41.4
流动比率	1.0	1.3	1.4	1.4	1.6
速动比率	1.0	1.3	1.4	1.4	1.6
营运能力					
总资产周转率	0.6	0.8	0.9	1.0	1.0
应收账款周转率	15.5	19.2	18.7	15.5	15.5
应付账款周转率	5.2	5.9	5.8	5.5	5.6
每股指标（元）					
每股收益(最新摊薄)	-8.3	-0.1	3.8	6.8	9.6
每股经营现金流(最新摊薄)	0.6	8.9	2.5	14.2	0.0
每股净资产(最新摊薄)	34.9	34.1	34.6	37.7	43.2
估值比率					
P/E	-16.0	-2499.8	34.5	19.5	13.8
P/S	2.4	2.1	1.9	1.7	1.5
P/B	3.8	3.9	3.8	3.5	3.1

资料来源：Wind，国盛证券研究所　注：股价为 2025 年 2 月 21 日收盘价

图表 1：哔哩哔哩财务预测：年度

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
收入（百万元）					
总收入	22,528	26,832	30,067	33,724	37,605
游戏	4,021	5,610	6,995	8,050	9,141
直播及增值服务	9,910	10,999	11,865	12,813	13,797
广告	6,412	8,189	9,377	11,069	12,910
IP 衍生品及其他	2,185	2,033	1,830	1,793	1,757
增速					
总收入	3%	19%	12%	12%	12%
游戏	-20%	40%	25%	15%	14%
直播及增值服务	14%	11%	8%	8%	8%
广告	27%	28%	15%	18%	17%
IP 衍生品及其他	-29%	-7%	-10%	-2%	-2%
占比					
游戏	18%	21%	23%	24%	24%
直播及增值服务	44%	41%	39%	38%	37%
广告	28%	31%	31%	33%	34%
IP 衍生品及其他	10%	8%	6%	5%	5%
毛利润（百万元）	5,442	8,774	11,061	12,877	14,884
毛利率	24.2%	32.7%	36.8%	38.2%	39.6%
销售费用率	17.4%	16.4%	15.8%	14.5%	14.1%
管理费用率	9.4%	7.6%	6.3%	5.9%	5.7%
研发费用率	19.8%	13.7%	11.6%	11.2%	10.8%
Non-GAAP 经营利润（百万元）	-3,385	-61	2,249	3,656	4,936
Non-GAAP 经营利润率	-15.0%	-0.2%	7.5%	10.8%	13.1%
Non-GAAP 归母净利润（百万元）	-3,425	-22	1,606	2,841	4,006
Non-GAAP 归母净利润率	-15.2%	-0.1%	5.3%	8.4%	10.7%
Non-GAAP EPS（元）	-8.3	-0.1	3.8	6.8	9.6

资料来源：wind，国盛证券研究所

图表 2：哔哩哔哩财务预测：季度

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25e	2Q25e	3Q25e	4Q25e
收入（百万元）								
总收入	5,665	6,127	7,306	7,734	6,895	6,924	7,882	8,365
游戏	983	1,007	1,823	1,798	1,669	1,365	1,895	2,067
直播及增值服务	2,529	2,566	2,821	3,083	2,770	2,789	3,078	3,228
广告	1,669	2,037	2,094	2,389	2,021	2,306	2,399	2,651
IP 衍生品及其他	484	516	567	465	436	465	511	418
增速								
总收入	12%	16%	26%	22%	22%	13%	8%	8%
游戏	-13%	13%	84%	79%	70%	35%	4%	15%
直播及增值服务	17%	11%	9%	8%	10%	9%	9%	5%
广告	31%	30%	28%	24%	21%	13%	15%	11%
IP 衍生品及其他	-5%	-4%	-2%	-16%	-10%	-10%	-10%	-10%
占比								
游戏	17%	16%	25%	23%	24%	20%	24%	25%
直播及增值服务	45%	42%	39%	40%	40%	40%	39%	39%
广告	29%	33%	29%	31%	29%	33%	30%	32%
IP 衍生品及其他	9%	8%	8%	6%	6%	7%	6%	5%
毛利润（百万元）	1,605	1,833	2,547	2,788	2,485	2,487	2,906	3,183
毛利率	28.3%	29.9%	34.9%	36.1%	36.0%	35.9%	36.9%	38.1%
销售费用率	16.4%	16.9%	16.5%	16.0%	18.7%	15.0%	14.9%	14.8%
管理费用率	9.4%	8.0%	6.9%	6.5%	6.4%	6.3%	6.2%	6.1%
研发费用率	17.0%	14.6%	12.4%	11.9%	11.8%	11.7%	11.6%	11.5%
Non-GAAP 经营利润（百万元）	-512	-284	272	463	243	506	668	831
Non-GAAP 经营利润率	-9.0%	-4.6%	3.7%	6.0%	3.5%	7.3%	8.5%	9.9%
Non-GAAP 归母净利润（百万元）	-440	-271	236	453	142	352	489	623
Non-GAAP 归母净利润率	-7.8%	-4.4%	3.2%	5.9%	2.1%	5.1%	6.2%	7.4%
Non-GAAP EPS（元）	-1.1	-0.7	0.6	1.1	0.3	0.8	1.2	1.5

资料来源：wind，国盛证券研究所

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。投资者应当充分考虑自身特定状况，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。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10%以上

国盛证券研究所

北京
地址：北京市东城区永定门西滨河路 8 号院 7 楼中海地产广场东塔 7 层
邮编：100077
邮箱：gsresearch@gszq.com

上海
地址：上海市浦东新区南洋泾路 555 号陆家嘴金融街区 22 栋
邮编：200120
电话：021-38124100
邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌
地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦
邮编：330038
传真：0791-86281485
邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳
地址：深圳市福田区福华三路 100 号鼎和大厦 24 楼
邮编：518033
邮箱：gsresearch@gszq.com