

# 4Q24 点评：盈利持续，看好 AI 为用户社区带来赋能

哔哩哔哩 (BILI.O)

## 核心观点

**四季度 B 站调整后净利润超预期。**4Q24 收入 77 亿元，同比增长 22%；经调整净利润 4.52 亿元，同比增长 181.3%，超市场预期 15%。驱动力一方面来自社区流量持续增长，四季度视频播放量同比增加 14%，除夕夜日活较去年同期增长近 20%；另一方面是三大业务维持较好增势，成本开支控制严格。

**1) 效果广告、充电计划表现亮眼：**四季度广告收入同比+24%，全年效果广告同比增速超 40%，看好公司 ad load 与广告单价持续带动广告业务增长。四季度增值业务收入同比增长 8%，大会员数量同比增长 4%至 2270 万，粉丝充电计划的收入也在全年同比增长超过 400%。

**2) 《三谋》长线运营有效。**四季度游戏收入同比增长 79%，《三谋》前五个赛季日活维持稳定，将于 2.22 进入 S6 赛季。除了 PC 端以外，今年游戏还将上线更多场景和平台，并推出繁体中文版本，游戏长线运营可期。

**3) 成本控制严格，利润率持续提升。**四季度毛利率 36.1%，同比增加 9.9pct，环比增加 1.2pct，主要是高毛利的游戏和广告业务占比增加；期间费用绝对值稳定，收入增长带动期间费用率同比/环比下降 12.3pct/1.4pct。最终经调整净利率达 5.8%，同比增加 14.6pct，环比增加 2.6pct。

**B 站是稀缺的视频社区平台，我们看好 AI 为用户社区带来赋能。**B 站拥有大量优质中文视频、优质评论，构成丰富的语料库，未来将利用 AI 优化搜索效果、降低视频制作门槛。我们预计公司 2025-2027 年实现营收 301.8 亿、333.0 亿、364.8 亿元，同比增长 12.5%、10.3%、9.5%，预计 2025-2027 年实现调整后归母净利润为 17.7 亿、28.5 亿、38.3 亿，当前市值对应 2025-2027 年预计调后归母净利润的市盈率为 39.0x、24.2x、18.1x，PS 为 2.3x、2.1x、1.9x。

## 事件

24 年四季度，公司实现收入 77.34 亿，同比增长 21.8%；经调整净利润 4.52 亿元，同比增加 181.3%。

24 年全年，公司实现收入 268.32 亿，同比增长 19.1%；经调整净利润-0.39 亿元，较 23 年显著收窄 99%。

维持

买入

杨艾莉

yangaili@csc.com.cn

010-56135145

SAC 编号:S1440519060002

SFC 编号:BQI330

杨晓玮

yangxiaowei@csc.com.cn

010-56135147

SAC 编号:S1440523110001

发布日期：2025 年 02 月 26 日

当前股价：20.53 美元

## 主要数据

### 股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1 个月	3 个月	12 个月
30.62/31.16	18.92/15.97	123.73/98.82
12 月最高/最低价 (美元)		29.66/9.67
总股本 (万股)		41,655.38
流通股本 (万股)		33,283.87
总市值 (亿美元)		85.52
流通市值 (亿美元)		85.52
近 3 月日均成交量 (万)		648.74
主要股东		
Rui Chen		12.70%

## 股价表现



## 相关研究报告

【中信建投游戏 II】哔哩哔哩(BILI):  
《三谋》带动游戏业务增长，广告变现  
加速  
24.08.28

重要财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	22,528	26,832	30,184	33,302	36,480
YoY(%)	2.9	19.1	12.5	10.3	9.5
经调整归母净利润（百万元）	-3,425	-22	1,773	2,853	3,825
YoY(%)	48.8	99.4	8109.1	60.9	34.1
毛利率(%)	24.2	32.7	37.0	38.5	39.5
经调整归母净利率(%)	-15.2	-0.1	5.9	8.6	10.5
EPS(经调整，摊薄/元)	-8.13	-0.05	4.21	6.77	9.08
P/S（倍）	3.07	2.58	2.29	2.07	1.89
P/E（倍）	-20.18	-3121.12	38.97	24.22	18.07

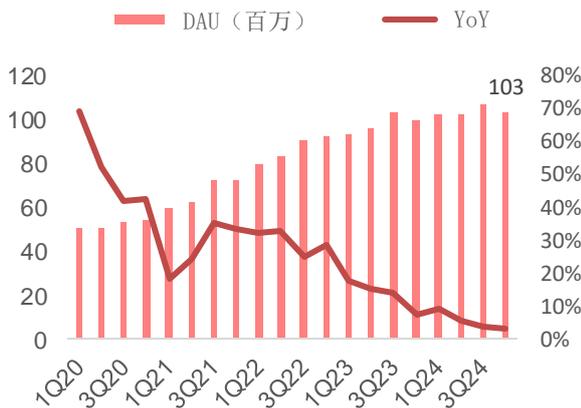
资料来源：iFinD，中信建投证券

## 简评

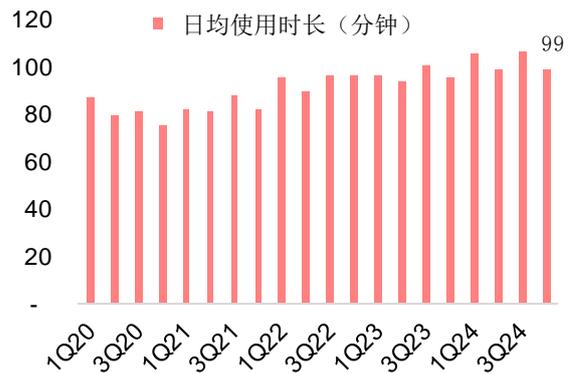
### 1、用户生态：日活维持 1 亿以上，用户粘性进一步提高

日活连续 6 个季度维持 1 亿以上，视频播放量增速超用户规模增速，用户参与度持续提升。第四季度日活跃用户 1.03 亿，同比增加 2.9%；月活跃用户 3.4 亿，同比增加 1.2%；用户平均每天在平台上花费 99 分钟。平台上高质量内容持续增加，第四季度日均视频播放量超过 48 亿，同比增长 14%，增速高于用户规模和日均使用时长增速。今年春节成为央视春晚独家弹幕视频平台，除夕夜日活用户较 2024 年同期增长近 20%，当晚 30 岁以下观众占比 83%。

优势内容品类维持较高增速，用户年龄层增长拉动母婴等新兴内容品类高增。B 站用户基础代表了中国近 70% 的 Z 世代及以上人口，平均年龄为 25 岁。随着他们的年龄增长与消费能力提升，B 站维持核心优势品类（科技、知识、游戏）的播放量同比增长超 20%，且汽车、母婴亲子等新兴品类的视频播放量同比增长近 38% 和 76%。

**图表 1：哔哩哔哩 DAU（百万）和同比增速**


资料来源：公司公告，中信建投

**图表 2：哔哩哔哩用户日均使用时长（分钟）**


资料来源：公司公告，中信建投

### 2、商业化：《三谋》日活维持稳定，全年效果广告增速超 40%

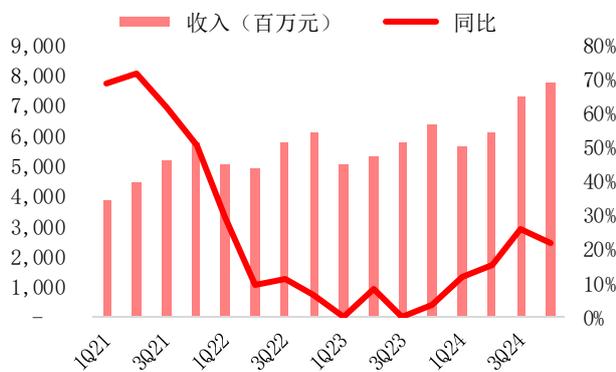
**广告业务：全年效果广告增速超 40%，上线小游戏获取增量预算。**第四季度广告收入 24 亿元，同比增长 24%；全年广告收入 82 亿元，同比增长 28%。单日活广告收入在第四季度和全年均维持超过 20% 的同比增速，主要受益于广告匹配算法优化和广告产品升级。从广告形式看，24 全年效果广告收入同比增长超 40%，品牌和原生广告收入同比增长超 10%。从广告主看，24 年广告主数量同比增长超 30%，游戏、数码产品、家电、电商、互联网服务和汽车是第四季度的前五大行业垂直领域，且交通和教育广告主的收入同比增长超过 100%。目前公司已上线测试 B 站小程序，简称 B 小，有望拓展小游戏投放预算。

**游戏业务：《三谋》日活维持稳定，新赛季上线在即。**第四季度游戏收入 18 亿元，同比增长 79%，环比下滑 1%；全年收入 56 亿元，同比增长 40%，主要得益于《三谋》和 ACG 游戏《幻影夜行》。《三谋》DAU 在前五个游戏赛季中保持稳定，将于 2 月 22 日进入第六个游戏赛季。为了进一步拓展和留存用户，今年游戏也会在 PC 端的基础上拓展更多场景和平台，下半年还会推出繁体中文版本。

**增值业务：直播和大会员表现亮眼。**第四季度增值业务收入 31 亿元，同比增长 8%，超市场预期 3%；全年收入 110 亿元，同比增长 11%，主要受益于直播和高级会员业务增长。24 年四季度正式会员数量同比增长 12% 至 2.58 亿，增速超过月活增速，12 个月留存率保持在 80% 左右；高级会员数量达到 2270 万，环比增加 3%，超过 80% 为自动续订套餐。2024 年近 310 万 UP 主获得收入，较三季度末增加 40 万。近期推出的粉丝充电计划允许付费用户访问独家高质量视频内容，2024 年吸引了超过 800 万参与者，拉动粉丝充电计划的收入在全年同比增长超过 400%。

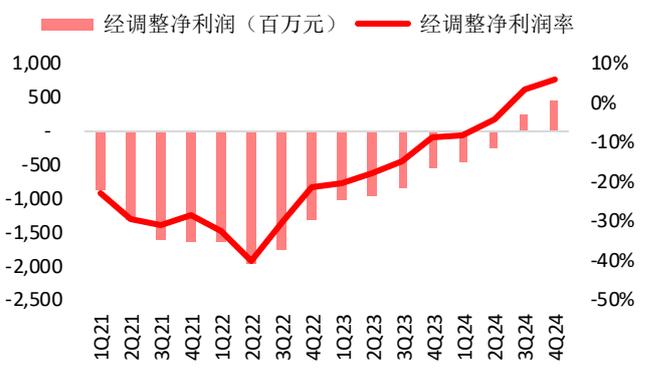
**AI 布局加速，大量视频数据储备和高黏性用户群体构筑想象空间。**公司在四季报中提到，DeepSeek 等开源模型的发展，使下游应用公司跳过开发模型的资本密集型过程，高质量和独家数据资产的竞争优势提升。B 站是全球最大的中文视频平台，大量优质评论也构成丰富的语料库，有望在 AI 时代发挥价值。同时过去几个月在公司内部已经进行了一些开发和尝试，譬如使用大模型降本，25 年将利用 AI 优化搜索效果、降低视频制作门槛。

图表3：哔哩哔哩收入（百万元）和同比增速



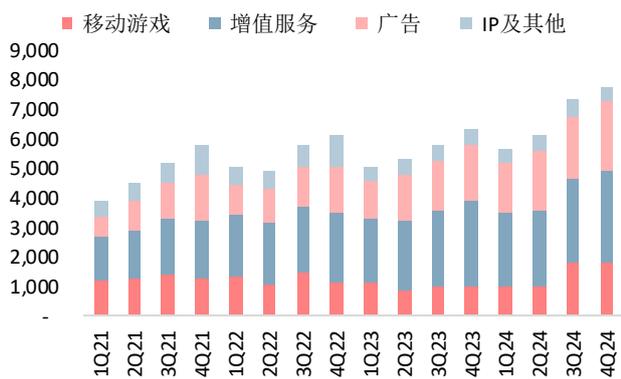
资料来源：公司公告，中信建投

图表4：哔哩哔哩经调整净利润（百万元）和净利率



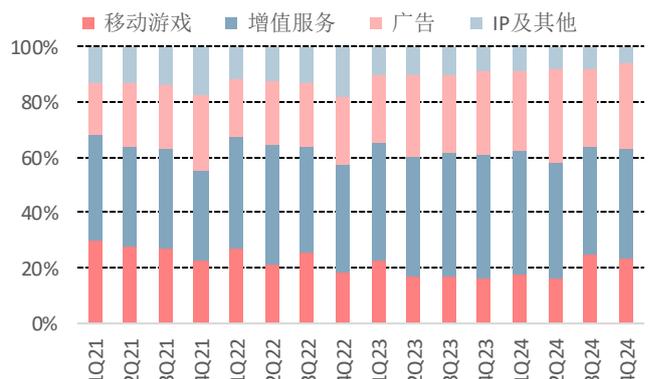
资料来源：公司公告，中信建投

图表5：哔哩哔哩各业务收入情况（百万元）



资料来源：公司公告，中信建投

图表6：哔哩哔哩各业务收入结构



资料来源：公司公告，中信建投

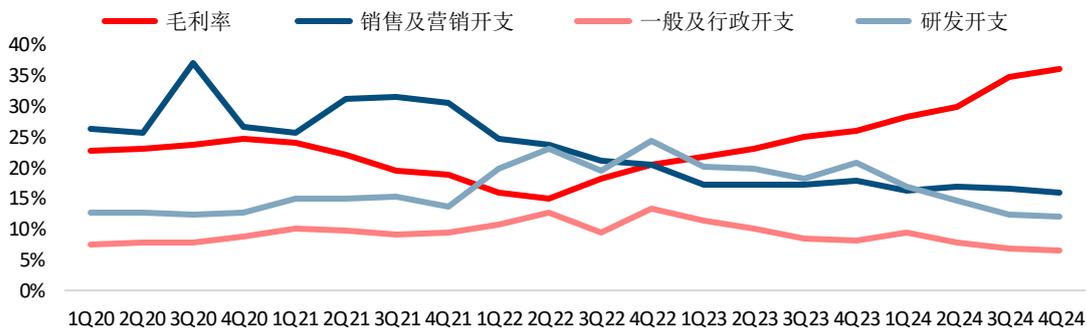
### 3、财务情况：成本开支绝对值稳定，收入增长拉动利润率提升

**盈利能力持续提升。**24 年四季度毛利率 36.1%，同比增加 9.9pct，环比增加 1.2pct，主要是高毛利的游戏和广告业务占比增加；经调整净利润 4.52 亿元，同比增长 181.3%，环比增长 91.5%，超市场预期 15.1%；经调整净利

率 5.8%，同比增加 14.6pct，环比增加 2.6pct，在成本费用绝对值环比稳定的情况下，收入增加带动利润率显著增长。

**期间费用率同比和环比均下降。**2024 年四季度期间费用合计 26.62 亿元，环比持平。期间费用率合计 34.4%，同比下降 12.3pct，主要是研发费用率下降较多；环比下降 1.4pct，主要是成本费用绝对值稳定的情况下，收入规模增长。分费用看，研发费用率 11.9%，同比下降 9pct，主要是去年同期产生游戏项目的一次性终止开支。销售和管理费用率同比和环比下降幅度均在 2pct 以内，在绝对值相对稳定的情况下，收入增长带动费用率下降。

**图表7： 哔哩哔哩毛利率和费用率情况**



资料来源：公司公告，中信建投证券

## 投资建议：

四季度 B 站利润端再超预期。4Q24 收入 77 亿元，同比增长 22%；经调整净利润 4.52 亿元，同比增长 181.3%，超市场预期 15%。驱动力一方面来自社区流量持续增长，四季度视频播放量同比增加 14%；另一方面是三大业务维持较好增势，成本开支控制严格。1) 四季度广告收入同比+24%，看好公司 ad load 与广告单价持续带动广告业务增长；增值业务收入同比增长 8%，大会员数量同比增长 4% 至 2270 万。2) 四季度游戏收入同比增长 79%，《三谋》前五个赛季日活维持稳定，将于 2.22 进入 S6 赛季。3) 成本控制严格，收入增长带动经调整净利率达 5.8%，同比增加 14.6pct，环比增加 2.6pct。

后续看好我们看好 AI 为用户社区带来赋能，以及利润率持续提升逻辑。我们预计公司 2025-2027 年实现营收 301.8 亿、333.0 亿、364.8 亿元，同比增长 12.5%、10.3%、9.5%，预计 2025-2027 年实现调整后归母净利润为 17.7 亿、28.5 亿、38.3 亿，当前市值对应 2025-2027 年预计调后归母净利润的市盈率为 39.0x、24.2x、18.1x，PS 为 2.3x、2.1x、1.9x。

**风险提示：**游戏行业政策风险、出海战略失误风险、版号获取不及预期的风险、自研游戏项目 ROI 不及预期的风险、进口游戏版号审批风险、DAU 增长不及预期的风险、DAU/MAU 增长不及预期的风险、付费率降低的风险、毛利率提升不及预期的风险、降本增效不及预期的风险、减亏情况不及预期的风险、社区氛围恶化风险、内容监管风险、直播业务监管风险、广告业务增长不及预期、经济与消费环境恢复不及预期的风险、内容成本增长过快的风险、债务偿还风险。

## 分析师介绍

### 杨艾莉

中信建投证券传媒互联网行业首席分析师，中国人民大学传播学硕士，曾任职于百度、新浪，担任商业分析师、战略分析师。2015年起，分别任职于中银国际证券、广发证券，担任传媒与互联网分析师、资深分析师。2019年4月加入中信建投证券研究发展部担任传媒互联网首席分析师。曾荣获 2024 年新浪财经金麒麟评选传媒行业菁英分析师第一名；2024 年 21 世纪金牌分析师评选传媒互联网行业第三名；2024 年 Wind 金牌分析师评选传媒行业第四名；2024 年证券时报·新财富杂志最佳分析师评选入围。

### 杨晓玮

中信建投证券传媒互联网行业研究员，上海交通大学金融硕士，主要研究游戏、XR、AI 应用、潮流玩具等

## 评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现,也即报告发布日后的6个月内公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数作为基准;新三板市场以三板成指为基准;香港市场以恒生指数作为基准;美国市场以标普500指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15%以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15%以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10%以上

## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明:(i)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,结论不受任何第三方的授意或影响。(ii)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。

## 法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及其附属机构(以下合称“中信建投”)制作,由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国(仅为本报告目的,不包括香港、澳门、台湾)提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格,本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下,本报告亦可能由中信建投(国际)证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

## 一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础,不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料,但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断,该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更,亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件,而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况,报告接收者应当独立评估本报告所含信息,基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策,中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保,亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内,中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益,也可能在过去12个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点,分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系,分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可,任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容,亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有,违者必究。

### 中信建投证券研究发展部

北京  
 朝阳区景辉街16号院1号楼18层  
 电话:(8610) 56135088  
 联系人:李祉瑶  
 邮箱:lizhiyao@csc.com.cn

上海  
 上海浦东新区浦东南路528号南塔2103室  
 电话:(8621) 6882-1600  
 联系人:翁起帆  
 邮箱:wengqifan@csc.com.cn

深圳  
 福田区福中三路与鹏程一路交汇处广电金融中心35楼  
 电话:(86755) 8252-1369  
 联系人:曹莹  
 邮箱:caoying@csc.com.cn

### 中信建投(国际)

香港  
 中环交易广场2期18楼  
 电话:(852) 3465-5600  
 联系人:刘泓麟  
 邮箱:charleneliu@csci.hk