

《三谋》S6 赛季表现优异，25 年盈利可期

——哔哩哔哩（9626.HK）24Q4 点评

核心观点

- **总收入:**24Q4 达 77.3 亿元（yoy+21.82%，qoq+5.87%），广告和游戏业务驱动公司主要增长。24Q4 毛利率达 36%（yoy+9.9pp，qoq+1.18pp），主要系公司提高变现效率所带来的营收增加及平台运营相关成本减少所致。24Q4 销售费用为 12.37 亿元（yoy+9.87%，qoq+2.84%），管理费用为 5.06 亿元（yoy-1.18%，qoq+0.09%），研发费用为 9.19 亿元（yoy-30.74%，qoq+1.46%）。24Q4 Non-GAAP 营业利润为 4.63 亿元。我们预期 25Q1 Non-GAAP 营业利润达 2.1 亿元（去年同期为-5.1 亿）。24Q4 Non-GAAP 归母净利润达 4.53 亿元（去年同期为 Non-GAAP 净亏损 5.6 亿元）。
- **广告:**24Q4 收入达 23.9 亿元（yoy+24%，qoq+14%）。主要系广告产品优化及广告效率提升。供给端：DAU：Q4 达 1.03 亿（yoy+3.00%），DAU/MAU 为 30.29%（去年同期为 29.76%）。DAU 稳定增长叠加商业化产品的持续整合，促使变现效率不断提高。需求端：随着 B 站用户成熟，消费能力快速释放。游戏、数码家电、电商、网络服务、汽车成为了广告收入贡献前五的行业。我们预期 25Q1 收入达 20 亿（yoy+21%，qoq-16%）。
- **直播&VAS:** 24Q4 收入达 30.8 亿元（yoy+8%，qoq+9%）。主要受益于增值服务及大会员的营收增长。我们预期 25Q1 收入达 28 亿元（yoy+10%，qoq-10%）。
- **游戏:** 24Q4 收入达 18.0 亿元（yoy+79%，qoq-1.4%）。主要系《三国：谋定天下》贡献增量。S6 赛季 2.22 上线，驱动该产品游戏畅销榜攀升至第三，我们预期 25Q1 收入达 17 亿元（yoy+74%，qoq-5%）。

盈利预测与投资建议

- 公司游戏《三国：谋定天下》S6 表现超预期，预期持续驱动游戏高增；广告供给侧流量增长、adload 提升，需求侧用户年龄增长商业化能力释放。我们预计公司 24~26 年收入分别为 268/302/324 亿元（原预测值为 268/315/341 亿元，因考虑到 SLG 市场 2025 年竞争加剧下修游戏预测），根据可比公司 25 年调整后 PS 均值 2.4x，给予目标价 186.3HKD（171.8CNY），汇率 HKD/CNY=0.92，维持“买入”评级。

风险提示

用户增长不及预期；成本管控不及预期风险

公司主要财务信息

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	21,899	22,528	26,832	30,230	32,444
同比增长(%)	12.98%	2.87%	19.10%	12.67%	7.33%
营业利润(百万元)	-8,358	-5,064	-1,344	785	1,926
同比增长(%)	30.00%	-39.41%	-73.46%	-158.38%	145.45%
归属母公司净利润(百万元)	-7,497	-4,822	-1,347	848	2,126
同比增长(%)	10.43%	-35.68%	-72.07%	-162.99%	150.61%
每股收益(元)	-17.80	-11.45	-3.20	2.01	5.05
毛利率(%)	17.58%	24.16%	32.70%	37.68%	40.06%
净利率(%)	-34.23%	-21.41%	-5.02%	2.81%	6.55%
净资产收益率(%)	-40.59%	-32.55%	-9.45%	5.84%	13.27%
市盈率(倍)	-8	-13	-45	72	29
市净率(倍)	4	4	4	4	4

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

投资评级	买入（维持）
股价（2025年02月28日）	156.3 港元
目标价格	186.3 港元
52 周最高价/最低价	238.8/75.6 港元
总股本/流通 H 股（万股）	42,126/33,755
H 股市值（百万港币）	65,843
国家/地区	中国
行业	传媒
报告发布日期	2025 年 03 月 04 日

股价表现	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现%	-13.31	16.9	7.57	101.03
相对表现%	-11.02	3.47	-10.89	62.3
恒生指数%	-2.29	13.43	18.46	38.73



证券分析师	
项雯倩	021-63325888*6128 xiangwenqian@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860517020003 香港证监会牌照：BQP120
李雨琪	021-63325888-3023 liyuzhi@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860520050001 香港证监会牌照：BQP135

联系人	
金沐阳	jinyinmuyang@orientsec.com.cn

相关报告	
游戏收入超预期增长，25 年盈利可期：——哔哩哔哩（9626.HK）24Q3 点评	2024-11-20
游戏收入超预期增长，盈利可期：——哔哩哔哩（9626.HK）24Q2 点评	2024-08-28
广告算法更新驱动收入利润超预期：——哔哩哔哩（9626.HK）24Q1 点评	2024-05-26

表 1：盈利预测

单位：百万/%	25Q1E	25Q2E	25Q3E	25Q4E	24E	25E	26E
营业收入	6,939	7,161	7,854	8,276	26,832	30,230	32,444
yoy	22.49%	16.87%	7.51%	7.01%	19.10%	12.67%	7.33%
直播平台&VAS	2,783	2,803	3,075	3,343	10,999	12,003	12,756
yoy	10.04%	9.24%	8.98%	8.43%	10.99%	9.13%	6.27%
广告收入	2,012	2,339	2,486	2,798	8,189	9,635	10,795
yoy	20.57%	14.80%	18.69%	17.14%	27.72%	17.65%	12.04%
手机游戏收入	1,708	1,541	1,754	1,683	5,610	6,685	6,904
yoy	73.77%	52.93%	-3.74%	-6.40%	39.52%	19.16%	3.27%
衍生品收入（电商）	436	478	539	453	2,033	1,906	1,989
yoy	-10%	-7%	-5%	-3%	-7%	-6%	4%
营业成本	4,429	4,533	4,915	4,963	18,058	18,841	19,447
yoy	9.1%	5.6%	3.3%	0.3%	5.7%	4.3%	3.2%
分成成本	2,771	2,760	3,038	3,209	10,989	11,778	12,268
yoy	19.3%	7.3%	4.0%	1.2%	19.7%	7.2%	4.2%
内容、服务器、员工成本	1,302	1,319	1,391	1,324	5,266	5,336	5,395
yoy	4.4%	0.1%	0.2%	0.7%	-7.7%	1.3%	1.1%
衍生品和其他	357	454	486	430	1,839	1,727	1,784
yoy	-10%	-7%	-5%	-3%	-3%	-6%	3%
毛利	2,509	2,628	2,939	3,313	8,774	11,389	12,997
毛利率%	36.16%	36.69%	37.42%	40.03%	32.70%	37.68%	40.06%
销售费用	1,318	1,123	1,232	1,298	4,402	4,972	5,090
一般行政费用	454	549	520	516	2,031	2,039	2,124
研发费用	825	851	934	984	3,685	3,593	3,857
营业利润	-88	104	254	515	-1,344	785	1,926
营业利润率%	-1.26%	1.45%	3.23%	6.22%	-5.01%	2.60%	5.94%
GAAP 归母净利润	-81	96	277	555	-1,347	848	2,126
Non-GAAP 归母净利润	226	434	624	905	-22	2,190	3,529

数据来源：公司公告，东方证券研究所

表 2：可比公司估值表（截至 2025.2.28 收盘价，汇率 HKD/CNY=0.92）

代码	证券简称	总市值 (亿)	收入		P/S	
			24E	25E	24E	25E
1024.HK	快手	2,009	1278	1417	1.6	1.4
9999.HK	网易	4,935	1071	1148	4.6	4.3
0700.HK	腾讯控股	40,530	6572	7151	6.2	5.7
9898.HK	微博	178	126	130	1.4	1.4
3690.HK	美团	9,037	3369	3912	2.7	2.3
9888.HK	百度	2,161	1344	1393	1.6	1.6
		调整后平均			2.6	2.4

数据来源：wind，东方证券研究所

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	单位:百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	10,173	7,192	10,249	10,452	13,308	营业总收入	21,899	22,528	26,832	30,230	32,444
应收款项合计	4,317	3,368	3,162	3,562	3,823	主营业务收入	21,899	22,528	26,832	30,230	32,444
存货	437	186	0	206	212	其他营业收入	0	0	0	0	0
其他流动资产	109	113	50	53	55	营业总支出	30,257	27,592	28,175	29,445	30,518
流动资产合计	24,453	18,727	19,756	20,567	23,694	营业成本	18,050	17,086	18,058	18,841	19,447
固定资产净值	1,227	715	589	591	591	营业开支	12,207	10,506	10,118	10,605	11,071
权益性投资	1,923	1,863	0	0	0	营业利润	-8,358	-5,064	-1,344	785	1,926
其他长期投资	3,728	2,504	3,912	4,107	4,313	净利息支出	-30	-378	-346	-338	-337
商誉及无形资产	7,052	6,353	5,926	5,952	5,366	权益性投资损益	0	0	0	0	0
土地使用权	0	0	0	0	0	其他非经营性损益	924	-46	-402	-381	-397
其他非流动资产	3,448	2,998	2,515	2,641	2,773	非经常项目前利润	-7,404	-4,733	-1,400	742	1,867
非流动资产合计	17,378	14,432	12,942	13,292	13,043	非经常项目损益	0	0	0	0	0
资产合计	41,831	33,159	32,699	33,860	36,737	除税前利润	-7,404	-4,733	-1,400	742	1,867
应交税金	316	345	429	450	473	所得税	104	79	-37	-112	-273
短期借贷及长期借贷到期部分	6,621	7,456	1,572	1,729	1,902	少数股东损益	-11	11	-17	5	14
其他流动负债	5,864	5,969	7,961	8,359	8,777	持续经营净利润	-7,497	-4,822	-1,347	848	2,126
流动负债合计	17,093	18,104	14,763	15,014	15,688	非持续经营净利润	0	0	0	0	0
长期借贷	8,683	1	3,264	3,264	3,264	净利润	-7,497	-4,822	-1,347	848	2,126
其他非流动负债	814	650	568	624	687	优先股利及其他调整项	0	0	0	0	0
非流动负债合计	9,498	651	3,832	3,889	3,951	归属普通股股东净利润	-7,497	-4,822	-1,347	848	2,126
负债合计	26,591	18,755	18,595	18,902	19,639	EPS（摊薄）	-17.80	-11.45	-3.20	2.01	5.05
归属母公司股东权益	15,238	14,392	14,108	14,957	17,083	主要财务比率					
少数股东权益	2	12	-4	1	15	会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
所有者权益合计	15,240	14,404	14,104	14,957	17,097	成长能力					
负债和股东权益	41,831	33,159	32,699	33,860	36,737	营业收入增长率	13.0%	2.9%	19.1%	12.7%	7.3%
现金流量表						营业利润增长率	30.0%	-39.4%	-73.5%	-158.4%	145.5%
单位:百万元						归属普通股股东净利增长率	10.4%	-35.7%	-72.1%	-163.0%	150.6%
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	获利能力					
经营活动现金流	-3,911	267	1,553	2,374	4,430	毛利率	17.6%	24.2%	32.7%	37.7%	40.1%
净利润	-7,497	-4,822	-1,347	848	2,126	净利率	-34.2%	-21.4%	-5.0%	2.8%	6.6%
折旧与摊销	3,566	2,900	0	1,979	1,997	ROE	-40.6%	-32.6%	-9.5%	5.8%	13.3%
营运资本变动	-723	703	2,916	-458	294	ROA	-16.0%	-12.9%	-4.1%	2.5%	6.0%
其他非现金调整	743	1,487	-17	5	14	偿债能力					
投资活动现金流	10,609	1,762	1,490	-2,328	-1,747	资产负债率	63.6%	56.6%	56.9%	55.8%	53.5%
出售固定资产收到的现金	0	0	0	0	0	流动比率	143.1%	103.4%	133.8%	137.0%	151.0%
资本性支出	2,738	1,330	856	2,203	1,615	速动比率	140.5%	102.4%	133.8%	135.6%	149.7%
投资减少	96,221	26,120	0	0	0	每股指标（元）					
其他投资活动现金流量净额	-583	615	483	-126	-132	每股收益	-17.80	-11.45	-3.20	2.01	5.05
融资活动现金流	-4,355	-5,075	-2,619	157	173	每股经营现金流	-9.28	0.63	3.69	5.64	10.52
债务净增	-3,951	-7,757	-2,620	157	173	每股净资产	36.17	34.16	33.49	35.50	40.55
股本增加	0	2,689	0	0	0	估值比率					
支付的股利合计	0	0	0	0	0	P/E	-8	-13	-45	72	29
其他筹资活动现金流量净额	-57	-7	0	0	0	P/B	4	4	4	4	4

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内行业或公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准（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）；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

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本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。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人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。