证券研究报告

2025 年 03 月 17 日

华鑫证券 CHINA FORTUNE SECURITIES

晚熟的 B 站 AI 时代有望迎新成长

——哔哩哔哩-W（9626.HK）公司动态研究报告

买入(首次)

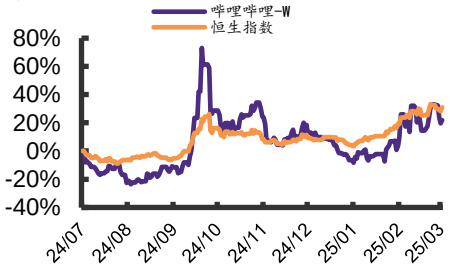
分析师：朱珠 S1050521110001

zhuzhu@cfsc.com.cn

基本数据

当前股价（港元）	166.30
总市值（亿港元）	700.6
总股本（百万股）	421.3
流通股本（百万股）	338.0
52 周价格范围（港元）	80.85-238.8
日均成交额（百万港元）	710.1

市场表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

投资要点

AI 时代 b 站独特的内容、持续更新创造的内容也有望成为语料库的“富矿”

B 站满足社交、好奇心、陪伴、可玩趣味的情感寄托的兴趣爱好乐园，社区特色的 B 站在内容宽度、日活用户已凸显其社区活力（2024Q4DAU\MAU 分别为 1.03、3.4 亿人）。可持续的优质内容供给是公司所有战略中心，优质内容有望穿越周期（2025 年 4 月 6 日国创动画《凸变英雄 X》定档），也是下一个时代的入场卷。2025 年将公司进一步聚焦盈利能力和用户价值，并探索 AI 在内容推荐和创作工具中的应用，释放其语料库的“富矿”商业价值。

晚熟的 B 站业绩持续向好 进入商业化通道

B 站商业化变现从游戏收入拉动到广告收入，在游戏产品周期性调整中增值与广告业务补位，收入结构的优化也得益于平台社区运营。从 2015 年到 2024 年 b 站商业模式持续递进与迭代，可看出企业发展并非既定设计与战略规划而来，而是伴随商业业态、外部环境、用户需求等多要素共振带来的商业变现变化，进而凸显出一家企业的核心竞争力在于迭代能力。

晚熟的 B 站已进入飞轮商业化阶段，24Q4 公司 Non-GAAP 与 GAAP 净利润 4.5 亿元、0.89 亿元，2024 年 B 站广告、游戏收入同比+28%、+40%，占比为 30.5%、20.9%，增值、广告、手游 2024 年收入分别为 110、81.9、56.1 亿元，收入结构优化；2025 年 3 月 B 站“爆品计划”上线 瞄准销售转化，加入该计划后，商家将获得符合 B 站市场的选品建议，同时获得营销、数据分析等环节的支持和流量扶持。

B 站再成长仍可期

B 站在已建立的内容生态基础上进行广告等商业化探索并成效渐显，B 站创造的社区归属感价值与用户价值有望持续带来较强的商业化变现潜力。持续的优质内容供给、用户活跃、商业价值变现的多轮运转推动 B 站的生态健康发展，公司进入商业化通道；从小众文化逐步成长，形成用户的同好(共同爱好)社区，从社区逐步成为生活聚集地，B 站在伴随用户的成长而成长，AI 时代在新供给与新需求中新成长仍可期。

公司研究

盈利预测

预测公司 2025-2027 年收入分别为 298.8、332.5、358.5 亿元，EPS 分别为 1.93、4.01、5.74 元，当前股价对应 PE 分别为 92.7、44.6、31.1 倍，鉴于 B 站作为中国独特一代视频社区平台，其赛道优势具布局价值，B 站商业化有望持续显现，首次覆盖，给予“买入”投资评级。

风险提示

用户留存不及预期的风险、内容管控及 UP 主波动的风险、直播等商业变现低于预期的风险、游戏产品表现不及预期的风险、汇率波动的风险、行业受宏观经济政策影响的风险。

预测指标	2024A	2025E	2026E	2027E
主营收入（百万元）	26,832	29,878	33,248	35,852
增长率（%）	19.1%	11.4%	11.3%	7.8%
归母净利润（百万元）	-1,347	812	1,688	2,417
增长率（%）			107.8%	43.2%
摊薄每股收益（元）	-3.20	1.93	4.01	5.74
ROE（%）	-9.5%	14.8%	15.6%	17.1%

资料来源：Wind、华鑫证券研究

公司盈利预测（百万元）

资产负债表	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产：				
现金及现金等价物	10,249	17,025	15,690	14,459
应收款	3,162	3,050	3,600	4,660
存货	0	15	24	32
其他流动资产	7,860	7,960	8,120	8,311
流动资产合计	19,756	26,450	25,734	25,662
非流动资产：				
金融类资产				
固定资产	589	600	610	980
在建工程	0	0	0	0
无形资产	5,926	5,998	6,100	6,200
长期股权投资	3,912	2,100	2,300	2,432
其他非流动资产	6,427	4,700	6,285	7,412
非流动资产合计	17,378	14,432	12,942	11,493
资产总计	**32,698**	**37,943**	**38,939**	**40,494**
流动负债：				
短期借款	1,572	6,100	5,800	5,600
应付账款、票据	4,801	5,800	6,985	8,694
其他流动负债	8,390	8,428	8,450	8,513
流动负债合计	14,763	20,328	21,235	22,807
非流动负债：				
长期借款	3,264	2,000	1,985	2,065
其他非流动负债	7,961	7,988	7,999	8,050
非流动负债合计	14,763	186	188	189
负债合计	18,594	23,828	24,520	26,072
所有者权益				
股本	421	421	421	421
股东权益	14,104	14,115	14,419	14,422
负债和所有者权益	**32,698**	**37,943**	**38,939**	**40,494**

现金流量表	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	-1364	809	1693	2419
少数股东权益	-17	-3	5	2
折旧摊销	22	22	22	22
公允价值变动	0	0	0	0
营运资金变动	1498	92	-570	-1065
经营活动现金净流量	140	920	1150	1378
投资活动现金净流量	138	-131	-4	-418
筹资活动现金净流量	-150	118	239	293
现金流量净额	128	907	1,385	1,253

利润表	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	**26,832**	**29,878**	**33,248**	**35,852**
营业成本	18,058	19,698	21,309	21,310
营业税金及附加	0	10	20	40
销售费用	4,402	4,990	6,800	6,800
管理费用	976	1,200	1,500	1,850
财务费用	-11	-38	-20	-10
研发费用	1,513	3,200	1,850	3,300
费用合计	6,880	9,352	10,130	11,940
资产减值损失	2.7	2.4	2.3	2.5
公允价值变动	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0
营业利润	12,523	791	1,787	2,559
加:营业外收入	17	11	10	13
减:营业外支出	-6.0	-5.8	-5.9	-6.1
利润总额	-1,400	805	1,801	2,573
所得税费用	-37	-4	108	154
净利润	-1,364	809	1,693	2,419
少数股东损益	-17	-3	5	2
归母净利润	**-1,347**	**812**	**1,688**	**2,417**

主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
成长性				
营业收入增长率	19.1%	11.4%	11.3%	7.8%
归母净利润增长率			107.8%	43.2%
盈利能力				
毛利率	32.7%	34.1%	35.9%	40.6%
四项费用/营收	25.6%	31.3%	30.5%	33.3%
净利率	-5.0%	2.7%	5.1%	6.7%
ROE	-9.5%	14.8%	15.6%	17.1%
偿债能力				
资产负债率	56.9%	62.8%	63.0%	64.4%
营运能力				
总资产周转率	0.8	0.8	0.9	0.9
应收账款周转率	8.5	9.8	9.2	7.7
存货周转率	0.0	0.0	0.0	0.0
每股数据(元/股)				
EPS	-3.20	1.93	4.01	5.74
P/E	-55.9	92.7	44.6	31.1
P/S	3.1	2.8	2.5	2.3
P/B	-52.0	86.2	41.5	29.0

资料来源：Wind、华鑫证券研究

传媒新消费组介绍

朱珠：会计学士、商科硕士，拥有实业经验，wind 第八届金牌分析师，2021 年 11 月加盟华鑫证券研究所，主要覆盖传媒互联网新消费等。

于越：理学学士、金融硕士，拥有实业经验，2021 年 11 月加盟华鑫证券研究所，主要覆盖传媒游戏互联网板块等。

何春玉：金融学士、理学硕士，2023 年 8 月加盟华鑫证券研究所，主要覆盖传媒互联网新消费等。

证券分析师

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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。

证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预测个股相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	买入	＞ 20%
2	增持	10% — 20%
3	中性	-10% — 10%
4	卖出	＜ -10%

行业投资评级说明：

	投资建议	行业指数相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	推荐	＞ 10%
2	中性	-10% — 10%
3	回避	＜ -10%

以报告日后的 12 个月内，预测个股或行业指数相对于相关证券市场主要指数的涨跌幅为标准。

相关证券市场代表性指数说明：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；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以道琼斯指数为基准。

免责条款

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券

投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。