

买入

广告游戏带动全面盈利，商业化潜力持续释放

哔哩哔哩 (BILI.US)

2025-03-03 星期一

目标价: **27.8 美元**

现价: 20.34 美元

预计升幅: 36%

重要数据

日期	2025-03-03
收盘价 (美元)	20.34
总股本 (百万股)	415
总市值 (百万美元)	8,682
净资产 (百万美元)	1,959
总资产 (百万美元)	4,506
52 周高低 (美元)	31.77/9.63
每股净资产 (美元)	4.53

数据来源: Wind、国元证券经纪(香港)整理

主要股东

Deutsche Bank	25.61%
Vanship Limited	11.70%
Kami Sama Limited	6.46%

相关报告

哔哩哔哩 (BILI.US) - 首发报告-20180731
哔哩哔哩 (BILI.US) - 更新报告-20180927、
20181128、20190306、20190515、20190824、
20191123、20200213、20200320、20200522

研究部

姓名: 李承儒
SFC: BLN914
电话: 0755-21519182
Email: licr@gyzq.com.hk

投资要点

► 四季度高毛利业务结构性优化实现盈利突破:

2024 年公司全年总营收达 268.3 亿元人民币, 同比增长 19%, 其中第四季度总营收达 77.3 亿元, 同比增长 22%。分业务来看, 第四季度公司增值服务、广告、游戏和 IP 衍生品及其他业务分别贡献了收入的 40%、31%、23%和 6%。其中广告业务收入为 23.9 亿元, 同比增长 24%; 游戏业务收入为 18.0 亿元, 同比增长 79%。由于公司高毛利业务的快速增长, 带动毛利润同比大幅提升 68%, 毛利率连续 10 个季度环比提升至 36.1%。调整后净利润及美国会计准则下的净利润分别为 4.5 亿元及近 8900 万元。

► 《三国: 谋定天下》强劲表现, 期待《咒术回战》国内上线:

四季度, 公司游戏业务收入为 18.0 亿元, 同比增长 79%, 带动了 B 站毛利润同比大幅提升。四季度游戏增长的主要驱动力是《三国: 谋定天下》的强劲表现, 加上低基数效应, 作为 B 站独家代理的头部产品, 《三国: 谋定天下》通过精细化运营和 IP 联动, 成为拉动游戏业务的核心引擎。《咒术回战: 幻影夜行》已经登陆全球 167 个国家及地区, 并在多个国家下载榜排名第一。该游戏 IP 在国内同样拥有巨大的受众群体, 一旦获得版号并上线后, 将会把公司游戏业务收入推向新的高度。

► 平台用户活跃度持续领跑行业, 维持买入评级:

哔哩哔哩作为中国 Z 世代文化生态的领军平台, 目前股价已进入价值重估的关键窗口期。从用户基本盘看, 2024 年第四季度公司 DAU 和 MAU 分别为 1.03 亿和 3.40 亿, 日均用户使用时长为 99 分钟, 社区生态仍呈现蓬勃发展态势。展望未来, 新游戏《咒术回战》登顶多个国家下载榜, 国内版号获得后将持续推高游戏收入。《三国: 谋定天下》新赛季开启月流水将保持高位。另外预计广告收入将受益于产品优化和效率提升, 同时叠加一季度春节的广告旺季。因此我们预计一季度公司业绩将更创新高。目前我们采用分部估值法, 给予公司 117 亿美元市值目标, 对应目标价 27.8 美元, 相较于现价预计有 36%的升幅, 给予“买入”评级。

截至 12 月 31 日财政年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2026E
总营收 (百万元)	22,528	26,832	30,055	34,454	40,495
变动	2.87%	19.10%	12.01%	14.64%	17.53%
净利润 (百万元)	-4,812	-1,364	457	1,784	3,075
经营利润率	-22.48%	-5.01%	0.40%	5.05%	7.57%
每股盈利 (元)	(12.3)	(3.5)	1.2	4.6	7.9
基于股价的市销率 (倍)	2.7	2.2	2.0	1.7	1.5

资料来源: 公司年报、国元证券经纪(香港)预测

报告正文

四季度高毛利业务结构性优化实现盈利突破：

2024 年公司全年总营收达 268.3 亿元人民币，同比增长 19%，其中第四季度总营收达 77.3 亿元，同比增长 22%。分业务来看，第四季度公司增值服务、广告、游戏和 IP 衍生品及其他业务分别贡献了收入的 40%、31%、23%和 6%。其中广告业务收入为 23.9 亿元，同比增长 24%；游戏业务收入为 18.0 亿元，同比增长 79%。由于公司高毛利业务的快速增长，带动毛利润同比大幅提升 68%，毛利率连续 10 个季度环比提升至 36.1%。调整后净利润及美国会计准则下的净利润分别为 4.5 亿元及近 8900 万元，实现全面利润转正。目前用户与社区生态依然繁荣，四季度日均活跃用户 1.03 亿，月活用户为 3.40 亿，日均使用时长增至 99 分钟。正式会员数达 2.58 亿，12 个月会员留存率稳定在 80%以上。内容生态持续多元化，在商业化协同方面有明显提升，游戏、知识、科技等垂直品类内容播放量同比增长超 20%，汽车、运动健身品类播放量分别增长近 40%、30%。公司四季度通过广告、游戏等高毛利业务的结构性优化实现盈利突破，从生态活跃度来看，用户活跃度提升和内容持续丰富实现良性循环，为公司长期收入增长奠定基础。

《三国：谋定天下》强劲表现，期待《咒术回战》国内上线：

四季度，公司游戏业务收入为 18.0 亿元，同比增长 79%，带动了 B 站毛利润同比大幅提升。四季度游戏增长的主要驱动力是《三国：谋定天下》的强劲表现，加上低基数效应，作为 B 站独家代理的头部产品，《三国：谋定天下》通过精细化运营和 IP 联动，成为拉动游戏业务的核心引擎。我们认为其收入之所以能够迅速攀升并保持高位，主要归因于几个关键因素：首先是成功的市场定位与发行，游戏选择了三国这一广受欢迎的历史题材，本身吸引了大量对三国历史感兴趣的玩家。B 站作为发行平台，拥有庞大的年轻用户群体，其精准的市场定位和强大的社区推广能力，有助于快速吸引玩家关注和参与。其次是游戏设计与玩法：虽然游戏在玩法上与“率土 like” SLG 手游有相似之处，如强调策略和大型 PVP 战斗，但《三国：谋定天下》通过简化养成系统和引入鲜明的职业特色，为玩家提供了新鲜的游戏体验。这种既熟悉又有所创新的游戏设计，吸引并留住玩家。目前该产品计划于 2025 年下半年在港澳台地区发布，预计会持续贡献流水增长动力。新游戏方面，B 站代理发行的《咒术回战：幻影夜行》已经登陆全球 167 个国家及地区，并在多个国家下载榜排名第一。根据全球移动应用、游戏数据监测服务商点点数据发布信息，截至 2025 年 1 月 8 日该游戏在全球 iOS 端净收入超过 1800 万美元，合理估算上线至今全球总收入超过 2500 万美元。我们认为，该游戏 IP 在国内同样拥有巨大的受众群体，一旦获得版号并上线后，将会把公司游戏业务收入推向新的高度。

平台用户活跃度持续领跑行业，维持买入评级：

哔哩哔哩作为中国 Z 世代文化生态的领军平台，目前股价已进入价值重估的关键窗口期。从用户基本盘看，2024 年第四季度公司 DAU 和 MAU 分别为 1.03 亿和 3.40 亿，日均用户使用时长为 99 分钟，社区生态仍呈现蓬勃发展态势。同时公司生态扩圈出圈不断进行，B 站出品的动画《凡人修仙传》累计播放量超 30 亿。更值得关注的是，平台用户付费意愿持续提升，社区商业化潜力加速释放。目前公司用户保持较高活跃度，用户增长符合预期。展望未来，新游戏《咒术回战》登顶多个国家下载榜，国内版号获得后将持续推高游戏收入。《三国：谋定天下》新赛季开启月流水将保持高位。另外预计广告收入将受益于产品优化和效率提升，同时叠加一季度春节的广告旺季。因此我们预计一季度公司业绩将更创新高。从基本面来看，公司打造优质内容创作和分享平台，不断提升用户体验和活跃度。同时拓展多元化的商业化渠道，提升盈利能力，我们认为庞大的用户群体使得公司在广告、游戏、增值服务等领域有持续发展潜力。此外，随着 Deepseek 技术的不断融入社区生态，内容创作、分发和运营等效率会得到优化，社区用户体验持续提升。目前我们采用分部估值法，给予公司 117 亿美元市值目标，对应目标价 27.8 美元，相较于现价预计有 36% 的升幅，给予“买入”评级。

风险提示：广告业务恢复不达预期、竞争加剧导致 UP 主流失、新游戏流水不及预期

财务报表摘要

财务报表摘要

损益表

<百万元>, 财务年度截至<十二月>

	2023年 历史	2024年 历史	2025年 预测	2026年 预测	2027年 预测
收入	22,528	26,832	30,055	34,454	40,495
成本	-17,086	-18,058	-23,624	-25,136	-28,926
毛利	5,442	8,774	6,431	9,318	11,569
销售费用	-3,916	-4,402	-2,705	-3,101	-3,645
研发费用	-4,467	-3,685	-2,104	-2,412	-2,430
管理费用	-2,122	-2,031	-1,503	-2,067	-2,430
营运利润	-5,064	-1,344	120	1,738	3,065
其他收入	199	-232	368	390	414
税前利润	-4,866	-1,576	487	2,129	3,480
所得税	-79	37	-30	-345	-405
净利润	-4,944	-1,539	457	1,784	3,075
经调整利润	-3,446	89	2,053	3,518	4,961
增长					
收入增长 (%)	2.9%	19.1%	12.0%	14.6%	17.5%
净利润 (%)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A

资产负债表

<百万元>, 财务年度截至<十二月>

	2023年 历史	2024年 历史	2025年 预测	2026年 预测	2027年 预测
现金及等价物	7,192	10,249	10,068	13,379	18,781
定期存款	5,195	3,588	3,588	3,588	3,588
短期投资	2,653	2,707	2,707	2,707	2,707
应收账款	2,364	1,227	1,374	1,575	1,852
预付及其他资产	1,273	1,935	2,167	2,484	2,920
流动资产	18,677	19,706	19,905	23,733	29,848
固定资产	715	589	3,063	3,695	4,461
制作成本	2,066	1,851	1,851	1,851	1,851
无形资产	3,628	3,201	5,283	5,778	6,324
商誉	2,725	2,725	2,725	2,725	2,725
长期投资	5,252	4,576	4,576	4,576	4,576
总资产	33,062	32,649	37,402	42,359	49,785
应付账款	4,334	4,801	6,281	6,684	7,691
应付职工薪酬	1,219	1,599	2,079	2,703	3,514
应交税费	345	429	429	429	429
递延收入	2,954	3,802	4,259	4,883	5,739
应计负债	1,781	2,559	2,559	2,559	2,559
其他	7,456	1,572	1,572	1,572	1,572
流动负债	18,089	14,763	17,179	18,829	21,504
长期负债	651	3,832	3,832	3,832	3,832
权益	14,404	14,104	16,441	19,749	24,500

财务分析

	2023年 历史	2024年 历史	2025年 预测	2026年 预测	2027年 预测
盈利能力					
毛利率 (%)	24.2%	32.7%	21.4%	27.0%	28.6%
EBIT率 (%)	-22.5%	-5.0%	0.4%	5.0%	7.6%
净利率 (%)	-21.9%	-5.7%	1.5%	5.2%	7.6%
ROE	-34.3%	-10.9%	2.8%	9.0%	12.5%
营运表现					
费用/收入 (%)	46.6%	37.7%	21.0%	22.0%	21.0%
实际税率 (%)	-1.6%	2.3%	6.2%	16.2%	11.6%
应收账款天数	38	16	16	16	16
应付账款天数	93	97	97	97	97
财务状况					
负债/权益	1.26	1.05	1.04	0.95	0.88
收入/总资产	0.68	0.82	0.80	0.81	0.81
总资产/权益	2.30	2.31	2.27	2.14	2.03
商誉/总资产	8.2%	8.3%	7.3%	6.4%	5.5%
现金/总资产	37.5%	42.4%	36.5%	40.1%	44.9%
现金流量表					

<百万元>, 财务年度截至<十二月>

	2023年 历史	2024年 历史	2025年 预测	2026年 预测	2027年 预测
利润	-4,812	-1,364	457	1,784	3,075
折旧及摊销	2,730	4,480	4,970	5,518	6,132
股权激励费用	1,133	1,259	1,385	1,524	1,676
坏账准备计提	0	0	0	0	0
汇兑亏损	1	107	0	0	0
投资公允价值变动	436	470	0	0	0
运营资本变化	779	4,265	2,037	1,131	1,963
经营活动现金流	267	9,218	8,849	9,957	12,846
购买物业及设备	-182	-815	-986	-1,194	-1,446
购买无形资产	-1,148	-4,506	-4,957	-5,452	-5,998
投资活动	3,092	1,991	0	0	0
投资活动现金流	1,762	-3,330	-5,943	-6,646	-7,443
融资活动现金流	-5,075	-5,967	0	0	0
汇兑变化	100	0	0	0	0
现金变化	-2,946	-79	2,906	3,310	5,402
期初持有现金	10,187	7,242	7,162	10,068	13,379
期末持有现金	7,242	7,162	10,068	13,379	18,781

投资评级定义和免责条款

投资评级

买入	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅不小于 20%
持有	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅在正负 20%之间
卖出	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅不小于-20%
未评级	对未来 12 个月内目标价不做判断

免责声明

一般声明

本报告由国元证券经纪（香港）有限公司（简称“国元证券经纪（香港）”）制作，国元证券经纪（香港）为国元国际控股有限公司的全资子公司。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国元证券经纪（香港）及其关联机构对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成对买卖任何证券或其他金融工具的出价或征价或提供任何投资决策建议的服务。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或投资操作性建议。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，自主审慎做出决策并自行承担风险。投资者在依据本报告涉及的内容进行任何决策前，应同时考虑各自的投资目的、财务状况和特定需求，并就相关决策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，国元证券经纪（香港）及/或其关联人员均不承担任何责任。

本报告署名分析师与本报告中提及公司无财务权益关系。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，国元证券经纪（香港）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。

本报告署名分析师可能会不时与国元证券经纪（香港）的客户、销售交易人员、其他业务人员或在本报告中针对可能对本报告所涉及的标的证券或其他金融工具的市场价格产生短期影响的催化剂或事件进行交易策略的讨论。这种短期影响的分析可能与分析师已发布的关于相关证券或其他金融工具的目标价、评级、估值、预测等观点相反或不一致，相关的交易策略不同于且也不影响分析师关于其所研究标的的证券或其他金融工具的基本面评级或评分。

国元证券经纪（香港）的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国元证券经纪（香港）没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国元国际控股有限公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见不一致的投资决策。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。

分析中所做的预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本报告提供给某接收人是基于该接收人被认为有能力独立评估投资风险并就投资决策能行使独立判断。投资的独立判断是指，投资决策是投资者自身基于对潜在投资的目标、需求、机会、风险、市场因素及其他投资考虑而独立做出的。

特别声明

在法律许可的情况下，国元证券经纪（香港）可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到国元证券经纪（香港）及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。

本报告的版权仅为国元证券经纪（香港）所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

分析师声明

本人具备香港证监会授予的第四类牌照——就证券提供意见。本人以勤勉的职业态度，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。

国元国际控股有限公司
香港中环康乐广场 8 号交易广场三期 17 楼
电话：(852) 37696888
传真：(852) 37696999
服务热线：400-888-1313
公司网址：<http://www.gyzq.com.hk>